

**SLOVENSKÁ POĽNOHOSPODÁRSKA UNIVERZITA
V NITRE**

FAKULTA EKONOMIKY A MANAŽMENTU

1130170

POSTUP PRI PRVEJ VEREJNEJ PONUKE AKCIÍ

2011

Ing. Tomáš MIŠEČKA

**SLOVENSKÁ POĽNOHOSPODÁRSKA UNIVERZITA
V NITRE
FAKULTA EKONOMIKY A MANŽMENTU**

POSTUP PRI PRVEJ VEREJNEJ PONUKE AKCIÍ

Bakalárska práca

Študijný program:	Manažment podniku
Študijný odbor:	Ekonomika a manažment podniku (6284700)
Školiace pracovisko:	Katedra financií
Školiteľ:	doc. Ing. Peter Serenčes , PhD.

Nitra 2011

Ing. Tomáš Mišečka

Čestné vyhlásenie

Vyhlasujem, že bakalársku prácu som vypracoval samostatne na základe vlastných teoretických a praktických poznatkov, konzultácií a štúdia odbornej literatúry a že som uviedol všetky použité zdroje.

V Nitre, 13. mája 2011

.....
Vlastnoručný podpis

Pod'akovanie

Touto cestou vyslovujem pod'akovanie svojmu vedúcemu bakalárskej práce doc. Ing. Petrovi Serenčěšovi, PhD. za jeho pomoc, cenné rady a inšpiráciu pri písaní bakalárskej práce.

V Nitre, 13. mája 2011

Tomáš Mišěčka

Názov práce: Postup pri prvej verejnej ponuke akcií

Kľúčové slová: cenné papiere, akcie, burza, burzové indexy, primárna emisia akcií

Abstrakt:

Bakalárska práca pojednáva o problematike primárnej emisii cenných papierov spoločností na akciových burzách. Zaoberá sa dôvodmi, prečo podniky vstupujú na verejný akciový trh, pre ktoré podniky je výhodné aby sa s ich akciami obchodovalo a pre ktoré by emisia akcií znamenala stratu.

Analyzuje prípravnú, realizačnú a post realizačnú fázu primárnej emisie akcií, ako aj náklady spojené so vstupom spoločnosti na burzu cenných papierov.

V druhej časti sa Bakalárska práca zameriava na globálne IPO trhy, kde sleduje vývoj jednotlivých regiónov počas rokov 2004 – 2010 z hľadiska objemu preinvestovaného kapitálu, počtu dohôd ale aj z hľadiska príčin, ktoré viedli k poklesu, prípadne nárastu primárnych emisií v jednotlivých odvetviach.

Správanie sa emitentov na globálnych trhov počas pozorovaného obdobia skúma prostredníctvom burzových indexov DJIA a S&P 500.

Title: Initial Public Offering

Key words: securities, shares, stock exchange, stock indices, initial public offering

Abstract:

Bachelor thesis deals with the issue of a company's Initial Public Offering its securities to the stock Exchange. Deals with reasons, why companies enter to the public stock market, for which ventures is convenient to enter their shares to the stock exchange and for which enterprise issuance of shares will produce loss.

It analyzes preparatory, realization and post realization phase of initial public offering, as well as entering expenses of the company to the stock exchange.

In the second part the bachelor work focuses on global IPO markets, where it is following the development of each region individually between years 2004 – 2010 from point of invested capital volume, number of deals, but as well as from the point of reasons, that lead to fall, eventually rise of primary emissions in individual sectors.

The behavior of issuers at global markets over observed term is investigated via stock- exchange indexes DJIA a S&P 500.

Obsah

Úvod	8
1 Prehľad o súčasnom stave riešenej problematiky	10
1.1 Vymedzenie pojmu „Initial Public Offering“	10
1.1.1 Dôvody realizácie IPO	14
1.2 Postup pri realizácii IPO	17
1.2.1 Prípravná fáza.....	17
1.2.2 Realizačná fáza	17
1.2.3 Post realizačná fáza.....	23
1.2.4 Delistings.....	24
1.3 Oceňovanie prvotnej verejnej ponuky akcií.....	25
1.3.1 Metódy relatívneho oceňovania.....	26
1.3.2 Metódy priameho oceňovania.....	28
1.4 Analýza nákladov spojená s IPO.....	29
1.4.1 Náklady na realizáciu IPO.....	29
1.4.2 Náklady spojené s verejnou obchodovateľnosťou akcií.....	32
1.4.3 Náklady spojené so SEO	33
2 Cieľ práce	34
3 Metodika práce	35
4 Výsledky práce	37
4.1 Globálne IPO trhy.....	37
4.1.1 Vedúce trendy:.....	38
4.1.2 Burzové indexy.....	42
4.1.3 Bližší pohľad na IPO aktivitu regiónov.....	46
Záver	52
Použité zdroje	54

Zoznam príloh

- Príloha A: Výhody a nevýhody primárnej ponuky akcií:
- Príloha B: Požiadavky pre prijatie akcií k obchodovaniu na vybraných EU trhoch
- Príloha C: Časový harmonogram realizačnej fázy IPO
- Príloha D: Metódy oceňovania podniku pred primárnou emisiou akcií:
- Príloha E: Top 10 búrz z pohľadu realizovaných IPO v roku 2010.
- Príloha F: Burzy s najväčším obratom kapitálu za rok 2010.
- Príloha G: Kľúčové Európske IPO štatistiky za roky 2008,2009, 2010.

Zoznam skratiek a symbolov

ASX	- Australian Stock Exchange
BOC	- Bank of China
BRIC	- Brazília, Rusko, India, Čína
BSE	- Bombay Stock Exchange
HKSE	- Hong Kong Stock Exchange
ICBC	- Industrial Commercial Bank of China
IPO	- Initial Public Offering (Úvodná Ponuka Akcií)
KOSDAQ	- Korean Securities Dealers Automated Quotation System
LSE	- London Stock Exchange
M&A	- Mergers and Aquisitions
NASDAQ	- National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NYSE-	- New York Stock Exchange
OTCBB	- Over The Counter Bulletin Board
S&P 500	- Standard and Poors 500 Index
DJIA	- Dow Jones Industrial Average
SEC	- Securities and Exchange Commission
SOX	- Sarbanes- Oxley
SSE	- Shanghai Stock Exchange
QIP	- Qualified Institutional Placements

Úvod

Bakalárska práca pojednáva o primárnej verejnej emisii akcií podnikov na burzách s cennými papiermi a o správaní sa globálnych IPO trhov v období rokov 2004 až 2010.

Akciové spoločnosti sa v istom štádiu svojho vývoja stretávajú s touto problematikou a to najmä, keď stoja pred rozhodnutím ako doplniť chýbajúci zdroj kapitálu. Dôvodov je viac – rast spoločnosti, expanzia na nové trhy, snaha o zavedenie nových výrobkov a iné. Pre takúto firmu je veľmi atraktívna možnosť vstupu na kapitálový trh v podobe emisie akcií.

Ak firmy vstupujú na verejný akciový trh po prvýkrát, vtedy sa tento proces nazýva primárna ponuka akcií (IPO - Initial Public Offering). Spoločnosťou emitované akcie sa dostanú na burzu, kde investori s týmito akciami verejne obchodujú. Pre investorov sú nevyhnutné k obchodovaniu pravdivé informácie o stave spoločnosti s ktorej akciami obchodujú. Utržené peniaze za akcie firma použije na spomínaný zámer.

IPO však nie je výhodné pre každú akciovú spoločnosť. Jednotlivé kapitálové trhy (burzy) majú určité investičné požiadavky, ktoré musí tá ktorá firma spĺňať. Takisto, nie vždy je pre firmu výhodné vstúpiť na burzu, a to najmä vtedy, ak je predpoklad, že o jej akcie nebude veľký záujem, prípadne ak vie, že jej akcie sa budú predávať pod hodnotu. Existuje celý rad determinantov, na základe ktorých sa dá analyzovať, či je pre firmu IPO výhodné alebo nie. Ak sa spoločnosť rozhodne, že IPO zrealizuje, postup, ktorý pri tom musí vykonať nie je jednoduchý, každá firma ho realizuje po svojom. Taktiež je zaujímavý pohľad na obrátený proces - teda delisting (stiahnutie obchodovaných akcií). Delisting predstavuje prípad, kedy firma už nepovažujú účasť na burze za výhodnú alebo naopak, burze sa neoplatí mať firmu vo svojom investičnom portfóliu a tak sa z verejne obchodovateľnej spoločnosti opäť stáva súkromná akciová spoločnosť.

V druhej časti bakalárskej práce sa zameriame na globálne IPO trhy, kde rozoberieme a analyzujeme správanie sa emitentov v období rokov 2004 – 2010 v rámci jednotlivých regiónov. Porovnáme počet a objem IPO dohôd v pozorovanom období, a zhodnotíme vývoj burzových indexov Dow Jones Industrial Average a Standard & Poor's 500.

Na IPO podnikov v súčasnej dobe vplýva mnoho aspektov, čo je zapríčinené najmä turbulentným vývojom akcií podnikov s ktorých akciami sa už na burzách obchoduje. Toto je spôsobené najmä rýchlim rastom hodnoty niektorých komodít, ktorých spotreba sa v „dúfajme“ pokrízovom období prudko zvýšila a taktiež pretrvávajúca stagnácia v odvetviach, ktoré sa doposiaľ nevedia vymaniť z červených čísel. Keďže relevantných informácií, zaujímavých najmä študentov a pedagógov z oblasti financií, na túto tému nie je v slovenskom jazyku veľa, táto bakalárska práca je určená práve im.

1 Prehľad o súčasnom stave riešenej problematiky

1.1 Vymedzenie pojmu „Initial Public Offering“

Pri hľadaní relevantných definícií pojmu „Initial Public Offering“ pre ktorý sa všeobecne používa skratka „IPO“ sme využili zdroje, a to najmä zo Spojených štátov a z krajín západnej Európy.

- Americká SEC definuje IPO ako „primárne vydanie akcií podnikom s ktorého akciami sa doposiaľ neobchodovalo“.
- Nasdaq definuje IPO ako „primárny predaj akcií súkromnej spoločnosti verejnosti“.
- Podobné definície môžeme nájsť v práci Welche (2006), ktorý IPO definuje ako „mechanizmus prostredníctvom ktorého sa prvýkrát dostávajú akcie spoločnosti s ktorými sa doposiaľ verejne neobchodovalo k bežným investorom“.[13]
- Autor Ritter (1998) vo svojej práci uvádza, že „*IPO nastáva v prípade, keď sú cenné papiere prvýkrát predávané širokej verejnosti*“. Podľa Rittera sa môže jednať jednak o majetkové cenné papiere (akcie), ale taktiež o cenné papiere dlhového charakteru (obligácie). [14]
- Giudici (2005) považuje IPO „prvé umiestnenie cenných papierov, predovšetkým akcií, na burzu“. [15]
- Poradenská spoločnosť Ernst & Young (2008) pre účely svojich analýz definuje IPO ako „*primárnu ponuku akcií verejnosti*“ [16]

Z vyššie uvedených definícií vyplýva, že väčšina kladie pri vymedzovaní pojmu IPO dôraz na skutočnosť, že firma po prvýkrát ponúka svoje cenné papiere, v užšom slova zmysle akcie, a zároveň vstupuje na verejný organizovaný trh cenných papierov, reprezentovaný najčastejšie burzou ako vrcholovou inštitúciou. Podstatné je, že IPO môže uskutočniť iba emitent s ktorého cennými papiermi sa v danej dobe na verejnom trhu cenných papierov neobchoduje. Pritom väčšina autorov považuje za IPO aj verejné ponuky cenných papierov spoločností, s ktorými cenných papiermi sa v minulosti obchodovalo, pokiaľ spĺňajú hore uvedené podmienky pre IPO.

Podľa pôvodu akcií ponúkaných v rámci IPO je možné podľa literatúry Jenkinson a Ljungqvist (2001), Giudici et al. (2005), Huighebaert a Hulle (2006) rozlišovať:

- IPO primárnych akcií, pri ktorých dochádza k emisii nových akcií a ich uvedeniu na verejný primárny trh cenných papierov.
- IPO sekundárnych akcií, spočíva v ponuke už vydaných akcií, s ktorými sa zatiaľ obchodovalo iba na neverejnom sekundárnom trhu cenných papierov.
- Kombinované IPO, je také pri ktorom sa novo emitované akcie dopĺňajú akciami verejne ponúkanými.[4]

Pre Spojené štáty americké podľa štúdie Jagadeesh et al. je najzaujímavejším IPO primárnych akcií, ktoré predstavuje 80% zo všetkých prvotných verejných ponúk akcií . V Európe je však podľa výskumu Georgena a Pagana využívané IPO primárnych a sekundárnych akcií približne v rovnakom pomere.

Podľa Huygheberta (2006) je dôvodom pre IPO primárnych akcií predovšetkým potreba ďalšieho kapitálu pre rozvoj spoločnosti, obmedzená tvorba interných finančných zdrojov a vzrastajúci podiel bankových úverov vo finančnej štruktúre spoločnosti. V prípade, že potreba kapitálu vyžaduje relatívne malú emisiu nových akcií, spoločnosti za účelom zvýšenia celkového počtu akcií ponúkaných v rámci IPO často uvádzajú na trh svoje zvyškové, predtým vydané akcie. Tým dochádza k zvýšeniu atraktivity primárnej verejnej ponuky a k zaisteniu potrebnej likvidity akcií po uskutočnení IPO. Firmy realizujúce IPO primárnych akcií sú zvyčajne v porovnaní s firmami ponúkajúcimi IPO sekundárnych akcií menšie a s kratšiu históriu. [7]

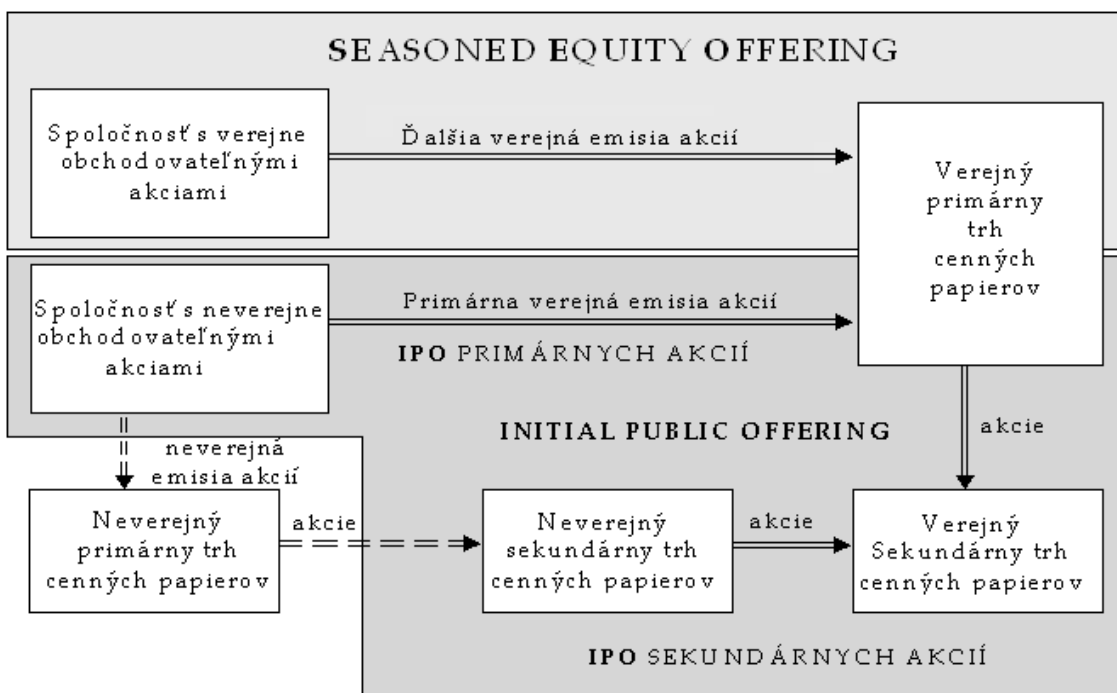
Naopak stabilizované spoločnosti s pevným postavením na trhu a s vysokou tvorbou interných finančných zdrojov inklinujú k ponuke sekundárnych akcií. Tá prichádza v úvahu taktiež v prípade privatizácie štátnych podielov prostredníctvom kapitálového trhu.

Významným podnetom pri rozhodnutí spoločnosti pristúpiť k verejnej ponuke sekundárnych akcií bývajú často marketingové podnety. Z vyššie uvedeného vyplýva, že rozhodnutie o ponuke primárnych, prípadne sekundárnych akcií má význam ako pre samotnú spoločnosť tak aj pre nastávajúcich akcionárov. Pri IPO primárnych akciách ponúka emitent novo vydané cenné papiere a ich predajom získava potrebné peňažné prostriedky pre svoje podnikateľské aktivity. Pri IPO sekundárnych akciách získavajú peňažné prostriedky nastávajúci akcionári, ktorých akcie sú v rámci IPO po prvý krát uvedené na verejný sekundárny trh cenných papierov. Dá sa teda konštatovať, že pre

financovanie ďalšieho rozvoje spoločnosti vlastnými externými zdrojmi má význam iba IPO primárnych akcií, kedy spoločnosť za účelom získania potrebných finančných zdrojov emituje nové akcie, ktoré môžu byť pre zvýšenie ich likvidity a atraktivity doplnené už vydanými akciami. [1]

IPO nemôžu realizovať verejne obchodovateľné spoločnosti, a to práve z dôvodu, že s ich akciami sa na verejnom trhu cenných papierov už obchoduje. Ďalší verejný úpis akcií týchto spoločností sa podľa zahraničnej literatúry (napr. Jagadeesh et. al.) najčastejšie označuje termínom „Seasoned Equity Offering“, v skratke „SEO“. Pre ďalšiu verejnú ponuku akcií najdeme často v anglicky písanej literatúre označenie „Secondary Public Offering“. Rozdiel medzi IPO a SEO akciami sa dá schematicky znázorniť pomocou nasledujúceho obrázku. [13]

Porovnanie IPO a SEO akcií:



Obr. 1 Porovnanie IPO a SEO akcií [Vlastné spracovanie na základe lit.1]

Dôvodov, prečo je potrebné od seba odlišiť IPO a SEO akcie je možné v literatúre nájsť niekoľko. Ako príklad môžeme uviesť:

- Pre úspešnú realizáciu IPO je potrebné pripraviť spoločnosť na splnenie všetkých podmienok, ktoré sa kladú na tie spoločnosti, s ktorých cennými papiermi sa obchoduje na verejných kapitálových trhoch. Pri SEO už spoločnosť tieto podmienky spĺňa a tým sa čas prípravnej fázy výrazne skraca.
- Pri IPO nie je stanovená tržná cena akcií a je preto omnoho náročnejšie správne stanoviť emisný kurz, čo zvyčajne vedie k jeho podhodnoteniu. Naopak pri SEO môžeme vychádzať z tržnej ceny už obchodovaných akcií a preto spravidla nedochádza k tak výraznému podhodnoteniu emisného kurzu ako pri IPO.
- Podľa empirických štúdií obvykle celkové náklady na IPO preyšujú náklady na SEO. Je tomu tak najmä kvôli vyšším

Na základe vyššie uvedeného sa domnievame, že slovenský ekvivalent „Initial Public Offering“ je vhodné použiť jeho doslovný preklad „prvotná verejná ponuka cenných papierov“, z ktorého je zrejmé, že:

- IPO môže uskutočniť iba spoločnosť, s ktorej cennými papiermi sa neobchoduje na verejnom trhu cenných papierov,
- v širšom vymedzení tohto pojmu môžu byť verejnosti ponúknuté ako majetkové cenné papiere (akcie), tak aj dlhové cenné papiere (obligácie),
- v prípade IPO akcií nemusia byť vždy emitované nové akcie (IPO primárnych akcií), ale môžu byť verejnosti ponúknuté aj skôr vydané akcie (IPO sekundárnych akcií)

Vzhľadom k charakteru tejto bakalárskej práce, ktorá je zameraná na problematiku primárnej verejnej ponuky akcií, bude pojem „Initial Public Offering“ ďalej používaný v užšom slova zmysle a „IPO“ bude predstavovať skratku pre prvotnú verejnú ponuku akcií. [1;7]

1.1.1 Dôvody realizácie IPO

V odbornej literatúre nachádzame veľké množstvo dôvodov, prečo firmy vstupujú na kapitálový trh formou IPO. Za hlavné dôvody pre realizáciu IPO môžeme dnes označiť:

- **zvýšenie kapitálu pre ďalší rast spoločnosti**
- **posilnenie imidžu spoločnosti**
- **získanie výhod pre existujúcich akcionárov**

Väčšina firiem uvádza ako hlavný dôvod realizácie IPO získanie potrebných finančných zdrojov pre rozvoj spoločnosti bez obmedzení, ktoré sú spojené s úverovým financovaním. K realizácii verejnej emisie akcií pristupujú najčastejšie podniky, ktoré sa nachádzajú v situácii, kedy pre financovanie ich expanzných plánov už nestačia ich vlastné interné zdroje ani bankové úvery. Primárny trh cenných papierov umožňuje získať kapitál od veľkého počtu vopred neznámych investorov. Výhodou je tiež rozdelenie kapitálu v požadovanej výške medzi požadovaný počet akcií, s takou nominálnou hodnotou, s ktorou budú jednoducho umiestniteľné na trh. Výsledkom je kumulácia kapitálu takej hodnoty, akú by nebol schopný respektíve ochotný, poskytnúť individuálny investor, poprípade obmedzený počet investorov.

Získanie peňažných prostriedkov formou IPO by malo byť alternatívou k dlhovému financovaniu, najmä pre spoločnosti, ktorých investície sú v súčasnej dobe a v plánovanej budúcnosti vysoké, majú vysoký podiel dlhu v kapitálovej štruktúre a vysoký rastový potenciál.

Prvotná verejná ponuka akcií predstavuje mimoriadnu finančnú operáciu, ktorá umožňuje spoločnosti zlepšiť jej likviditu a kapitálovú štruktúru. Pre podniky, ktoré si obstarávajú základný kapitál formou verejnej emisie akcií je typický vyšší podiel vlastného kapitálu na bilančnej sume, čiže nižšia úroveň zadlženia.

Initial Public Offering sa dá taktiež považovať za významný marketingový nástroj. Uvedenie spoločnosti na burzový trh je vždy udalosť, ktorá zaujme minimálne miestne médiá. Spoločnosť, ktorá bola známa iba ľuďom z oboru, sa už počas prípravy na IPO začína objavovať na titulných stránkach novín a teší sa záujmu širokej verejnosti. Emitenti tak získavajú v podobe IPO dôležitý marketingový nástroj k bezplatnému posilneniu

imidžu firmy. Dôležitým faktom je, že záujem médií pretrváva aj po realizácii IPO a spoločnosť z neho profituje aj v ďalších rokoch.[1]

Posledná skupina prínosov súvisí s výhodami pre už existujúcich akcionárov, ktorí v prípade verejnej obchodovateľnosti akcií môžu jednoducho odpredať svoje obchodné podiely v spoločnosti na sekundárnom trhu, čo zvyšuje ich flexibilitu v oblasti finančného rozhodovania. Platby realizované na tomto trhu pritom nemajú vplyv na finančnú situáciu emitujúceho podniku. Základný kapitál získavaný formou verejnej emisie taktiež odstraňuje rozdiely medzi veľkými akcionármi, ktorí chápu svoju investíciu ako dlhodobú a malými akcionármi, ktorí sú naopak orientovaní na likvidnosť, takže na krátkodobé investície. Častým dôvodom k realizácii IPO je zámer majoritného vlastníka znížiť svoj podiel v spoločnosti. V niektorých prípadoch IPO pomáha vyriešiť „problém generačnej obmeny“ v rodinných podnikoch. Z pohľadu akcionára je výhodou možnosť spoluvlastnícky podiel reprezentovaný akciami kedykoľvek speňažiť na sekundárnom trhu, čo mu umožňuje vysokú flexibilitu v jeho finančnom rozhodovaní.

Emitujúce spoločnosti obvykle vedie k realizácii IPO kombinácia niekoľkých vyššie uvedených dôvodov. V súčasnej dobe spoločnosti často pristupujú k tejto forme financovania jednak z dôvodu získania potrebného kapitálu, ako aj kvôli potrebe niektorých akcionárov, ktorí chcú v rámci IPO odpredať svoje podiely v spoločnosti. Okrem vyššie uvedených prínosov je IPO spojené s celou radou nákladov a povinností, ktoré sa dajú obecné považovať za nevýhody tejto formy financovania. Niektoré náklady priamo súvisia s uvedením spoločnosti na verejný trh cenných papierov (burzu), napr. náklady na samotný proces IPO a náklady na intenzívnu formu zverejňovania informácií investorom a verejnosti, ostatné náklady sú väčšinou nepriameho charakteru a môžeme za ne považovať napr. náklady spojené s podhodnotením emisného kurzu akcií.

V prípade porovnania nákladnosti IPO s ostatnými zdrojmi financovania je treba si uvedomiť, že náklady vynaložené na realizáciu IPO nepredstavujú iba tzv. cenu za získanie potrebných finančných zdrojov, ako je tomu v prípade dlhového financovania, u ktorého sa dá za hlavný náklad považovať platenie úrokov. Náklady vynaložené v procese prípravy IPO, napr. náklady spojené s implementáciou Medzinárodných štandardov účtovníctva, náklady na zavedenie princípov corporate governance a čiastočne i náklady na due

diligence sú spojené s prínosom pre spoločnosť aj bez realizácie IPO a tým pádom nepredstavujú iba účelovo vynaložené výdaje na získanie potrebných finančných zdrojov.

Verejná emisia akcií je tiež spojená s nefinančnými nevýhodami. Obecne bude podnikanie spoločnosti po vstupe na verejné kapitálové trhy sledované oveľa podrobnejšie a kritickejšie. Na jednej strane budú stáť akcionári spoločnosti, ktorých rôzne reakcie na hospodárske výsledky spoločnosti môžu mať vplyv na kurz akcií. Na druhej strane nerozhodnutí investori, analytici, banky, obchodní partneri, konkurencia a ďalšie subjekty, ktoré výkonnosť spoločnosti z mnohých dôvodov sledujú a porovnávajú s ostatnými spoločnosťami v danom odvetví. Plnenie pravidelnej informačnej povinnosti je jednou z podmienok verejnej obchodovateľnosti akcií. [1,15]

Možnosť rastu spoločnosti formou prevzatia ďalších spoločností sa môže odohrať aj v obrátenej roli, kedy sa spoločnosť sama stane predmetom nákupu, tj. nepriateľského prevzatia. Tejto situácii sa dá do istej miery zabrániť upísaním iba určitého množstva akcií v rámci primárnej verejnej ponuky. V každom prípade však noví akcionári získajú možnosť podieľať sa na riadení spoločnosti a právo na informácie o dianí v spoločnosti.

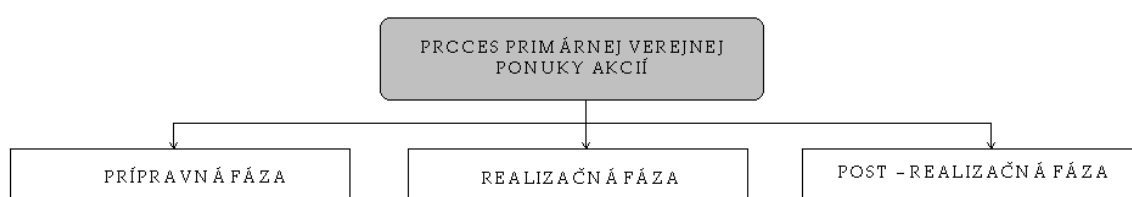
Skutočnosť, že spoločnosti, ktoré sú kótované na burze musia plniť pravidelnú informačnú povinnosť so sebou prináša riziko odhalenia dôležitých podnikateľských zámerov konkurencii. Spoločnosti s verejne obchodovateľnými akciami musia podliehať pravidelnému dohľadu audítorov, ktorí netolerujú akékoľvek „obchádzanie“ účtovných a daňových zákonov. Napriek tomu, že náklady na realizovanie IPO sú primerane vysoké, spoločnosti citlivé na zverejňovanie informácií sa často rozhodnú pre nerealizovanie IPO z dôvodu pravidelnej informačnej povinnosti. Táto skutočnosť vypovedá o negatívnej závislosti medzi citlivosťou na zverejňovanie informácií (predovšetkým v oblasti výskumu a vývoja) a pravdepodobnosťou uskutočnenia IPO.

V tabuľke v prílohe A sú zhrnuté vyššie uvedené aspekty IPO, ktoré je možné označiť za hlavné výhody a nevýhody súvisiace so vstupom spoločnosti na kapitálový trh touto formou.[8]

1.2 Postup pri realizácii IPO

V podmienkach slovenského kapitálového trhu môžeme proces navýšenia základného kapitálu formou prvotnej verejnej ponuky akcií rozdeliť do troch fáz:

- prípravná fáza
- realizačná fáza
- post - realizačná fáza



Obr. 2 jednotlivé fázy procesu prvotnej verejnej ponuky akcií [vlastné spracovanie]

1.2.1 Prípravná fáza

V tejto fáze sa emitent pripravuje na splnenie všetkých dôležitých podmienok pre prvotnú verejnú ponuku akcií. Z časového hľadiska sa za najnáročnejší proces prípravy emitenta na IPO dá považovať implementácia medzinárodných štandardov účtovníctva a uskutočnenie nevyhnutných zmien vo vedení a štruktúre spoločnosti v súlade s princípmi corporate governance.

Výsledkom prípravnej fázy IPO je transformácia podniku do podoby verejne obchodovateľnej spoločnosti tak, aby bola zaistená dostatočná transparentnosť pre budúcich investorov. Príprava spoločnosti na prvotnú verejnú ponuku akcií obvykle trvá jeden až dva roky.

1.2.2 Realizačná fáza

Pokiaľ existujú priaznivé ekonomické podmienky vrátane situácie na kapitálovom trhu a spoločnosť je dostatočne pripravená na verejnú ponuku svojich akcií, je možné pristúpiť k realizačnej fáze. Tú môžeme rozdeliť do niekoľkých krokov:

- výber manažéra emisie a ostatných členov realizačného tímu
- výber trhu pre realizáciu IPO
- dôkladné preverenie spoločnosti (due diligence)

- interné ocenenie emitujúcej spoločnosti
- zvolanie valného zhromaždenia
- príprava emisného prospektu
- proces schvaľovania emisného prospektu
- jednanie s organizátorom regulovaného trhu
- prezentácia spoločnosti investorom (road show)
- rozhodnutie o výške emisného kurzu akcií a ich alokácia medzi investormi
- prijatie akcií k obchodovaniu na regulovanom trhu s investičnými nástrojmi

Prvým krokom k uskutočneniu IPO je výber manažéra emisie, s ktorým spoločnosť uzavrie mandátnu zmluvu, v ktorej budú upravené vzájomné vzťahy počas celej doby prípravy emisie akcií. Jedným z cieľov tejto zmluvy je ochrana manažéra emisie pred nekrytými výdajmi v prípade, že z akéhokoľvek dôvodu nepríde k úpisu akcií. Ďalšou významnou položkou mandátnej zmluvy je určenie tzv. hrubého rozpätia (gross spread), ktorá predstavuje odmenu vedúceho manažéra emisie a ďalších upisovateľov. Mandátna zmluva ďalej obsahuje záväzok manažéra emisie uzavrieť zmluvu o upísaní akcií, súhlas emitujúcej spoločnosti k náležitej spolupráci a poskytnutí všetkých relevantných informácií realizačnému tímu. Je dôležité podotknúť, že táto zmluva neobsahuje presne určenú výšku emisného kurzu a vo väčšine prípadov ani jeho dohad. Mandátna zmluva zostáva v platnosti až do doby, pokiaľ nie je podpísaná zmluva o upísaní akcií. Až v nej sa manažér emisie a ďalší upisovatelia zaviazujú odkúpiť od emitenta akcie za stanovenú cenu. Manažér emisie zistí potrebnú výšku nového kapitálu a overí si pripravenosť emitenta pre IPO, prípadne požiada o prevedenie investičného ratingu.

Jeho ďalšou úlohou je výber vhodného kapitálového trhu pre realizovanie IPO. Tento trh by mal byť vyberaný vzhľadom na sídlo spoločnosti, celkovú koncepciu jej podnikateľských aktivít, účinnosť IPO ako vhodného marketingového nástroja a na očakávaný dopyt a štruktúru investorov. Za dôvody realizácie IPO za hranicami môžeme považovať napr.:

- prevyšujúce podnikateľské aktivity a vzťahy s dodávateľmi či odberateľmi vo vybranej krajine
- snahu smerovať do cieľovej krajiny väčšinu akvizícií

V prípade výberu zahraničného kapitálového trhu pre realizáciu IPO je nutné posúdiť i nevýhody, ktoré sú s ním spojené, napríklad často vyššie realizačné náklady. [8]

Hlavné požiadavky pre prijatie akcií k obchodovaniu na vybraných EU trhoch sú zhrnuté v prílohe B

Emisii akcií predchádza výber ďalších poradcov tj. renomovaného právnik, vhodného auditora, daňového poradcu a poradcu pre vzťahy s investormi a verejnosťou. Pri prvom spoločnom stretnutí realizačného tímu (kick-off meeting) dochádza k príprave dôkladného preverenia spoločnosti (due diligence), ktoré má nasledujúce časti:

- **právne preverenie**, ktoré zaisťuje právny poradca,
- **ekonomické preverenie**, ktoré organizuje manažér emisie,
- **finančné a účtovné preverenie**, ktoré zaisťujú auditor a daňový poradca.

Jednotliví členovia realizačného tímu špecifikujú svoje požiadavky na potrebné informácie a výkazy. Týmto sa zabezpečí včasné preverenie spoločnosti, kde sa odhalia nedostatky ešte v prípravnej fáze a umožní sa ich náprava.

Ďalším krokom je interné ocenenie emitujúcej spoločnosti, ktorého výsledkom je stanovenie počiatočného cenového rozpätia akcií, na ktorého základe prebiehajú jednania s potencionálnymi investormi o emisnom kurze akcií. Interné ocenenie je posledným medzníkom pred realizáciou IPO. Ak by sa totiž odhadovaná cena nezhodovala s predstavami aktuálnych akcionárov, mohlo by z ich strany prísť k zablokovaniu ďalšieho priebehu.

Keď spoločnosť získa všetky potrebné povolenia, začne jej manažment v spolupráci s manažérom emisie a poradcom pre vzťahy s investormi a verejnosťou pripravovať prezentáciu spoločnosti potencionálnym investorom. Táto komunikácia s investormi, ktorá sa v praxi označuje ako „road show“, prebieha formou osobných stretnutí, na ktorej predstavitelia emitujúcej spoločnosti a zástupcovia manažéra emisie prezentujú podnikateľský zámer emitenta tzv. investičný príbeh. Túto časť IPO môžeme považovať za veľmi dôležitú pre získanie požadovaného výnosu a preto jej treba venovať dostatok času a úsilia. Hlavným účelom road show je okrem marketingovej podpory IPO, taktiež získanie spätnej väzby od potencionálnych investorov ohľadne ich predstavy o cene akcií určených na upísanie.

V priebehu road show začína upisovacie obdobie, počas ktorého prína manažér emisie, prípadne ďalší členovia syndikátu upisovateľov, indikatívne ponuky investorov o cene a množstve ponúkaných akcií. V tomto období tiež obvykle dochádza k podpisu zmluvy o upísaní akcií (underwriting agreement) v ktorej sa manažér emisie a ďalší upisovatelia zaväzujú upísať predpokladaný počet akcií. Po ukončení upisovacieho obdobia nasleduje záverečné jednanie manažmentu emitujúcej spoločnosti, manažéra emisie a právneho poradcu, ktorého účelom je vyhodnotenie ponúk a určenie emisného kurzu, určenie celkového objemu emisie a štruktúry budúcich investorov.

Medzi najčastejšie používané metódy pre určenie emisného kurzu patria:

- aukcie
- predaj za fixnú cenu
- bookbuilding

V prípade **aukcie** je emisný kurz určený na základe dopytu jednotlivých investorov. Medzi základné aukcie patrí americká a holandská aukcia. V prípade americkej aukcie predloží investor manažérovi aukcie svoje požiadavky na počet ním dopytovaných kusov akcií a maximálnu cenu, za ktorú sú ochotný dané akcie nakúpiť. Potom sú ponuky zoradené podľa ponúkanej ceny. V bode, kedy je dosiahnutý odbyt všetkých kusov ponúkaných akcií, sú všetky ostatné ponuky s nižšou cenou odmietnuté. Výsledná cena je tá ktorá bola najnižšia z akceptovaných ponúk investorov. Holandská aukcia prebieha rovnakým spôsobom ako aukcia americká, investori však musia zaplatiť cenu, za ktorú podiel na emisii dopytovali. To má za následok použitie odlišnej stratégie investorov ako v prípade americkej aukcie. Vo Francúzsku sa používa špeciálny typ aukcie (Offrex a Prix Minimal) pri ktorej sú najvyššie ponuky vylúčené (cena, pri ktorej nebude dopyt uspokojený, je určená dohodou medzi emitentom a manažérom emisie) a potom sa pracuje s novou dopytovou krivkou. Tým sa zamedzí tomu, aby niektoré silne nadhodnotené ponuky nadmieru neovplyvnili cenu smerom nahor. V ďalších krajinách existujú aj iné formy aukcie. V minulosti sa aukcie primárnych verejných ponúk často používali v Taliansku, Portugalsku, Švajčiarsku, Veľkej Británii, Japonsku a vo Francúzsku. Po rozšírení metodiky bookbuildingu sa aukcie nepoužívajú tak často ako predtým, výnimku tvorí Izrael a Taiwan, kde ide stále o najpoužívanejší spôsob uvedenia akcií na primárny trh.

Pri použití metódy **predaja za fixnú cenu** je emitentom, respektíve manažérom emisie, vopred stanovené za akú cenu sa budú akcie pri IPO ponúkať. Uvedenú metódu nemožno v prípade IPO považovať za obzvlášť dokonalú, lebo v praxi je veľmi náročné správne odhadnúť cenu akcií v situácii, keď ešte nie sú zavedené na sekundárnom trhu.

Pokiaľ totiž nepríde k správne nastaveniu emisnej ceny, môžu nastať dve negatívne situácie. Ak by sa cena nastavila moc vysoko, záujem o kúpu nesplní očakávanie emitenta, v dôsledku čoho nemusí prísť k upísaniu emisie so všetkými následnými negatívnymi dopadmi. Naopak, ak by bola cena veľmi nízka, bude prevažovať dopyt nad ponúkaným množstvom akcií. V tomto prípade emitent, resp. manažér emisie, zaznamená stratu v tom, že svoje emitované akcie predá za cenu nižšiu, než bolo potrebné. Na druhej strane použitie tejto metódy prináša nižšie náklady na alokáciu akcií investorom (nie je potrebné vynakladať vysoké fixné náklady na road show).[1]

Bookbuilding je proces predaja akcií, pri ktorom manažér emisie zhromažďuje nákupné príkazy investorov a na ich základe určí emisný kurz a objem emisie. Metóda bookbuildingu sa začala rozvíjať v 90. Rokoch minulého storočia v súčasnej dobe predstavuje celosvetovo najpoužívanejšiu metódu pre určenie emisného kurzu akcií a ich umiestnení medzi investormi. Bookbuilding môžeme rozdeliť do štyroch fáz. V prvej fáze manažér emisie určí, s ktorými investormi zahájí jednanie ohľadom stanovenia emisného kurzu. K nemu sú spravidla pozvaní inštitucionálni investori, ktorí majú skúsenosti so vkladáním peňažných prostriedkov do cenných papierov podobných spoločností, ako je emitent, a sú schopní stanoviť reálnu hodnotu ponúkaných akcií. Drobní investori sú z tohto procesu spravidla vylúčení, je im však rezervovaný určitý podiel ponúkaných akcií. V druhej fáze bookbuildingu sú investori vyzvaný aby predložili svoje požiadavky na počet nimi dopytovaných akcií a maximálnu cenu, za ktorú sú ochotný akcie nakúpiť. Po ukončení tohto obdobia, ktoré trvá približne dva týždne, dôjde k vytvoreniu knihy objednávok a manažér emisie získa veľmi dobrú predstavu o dopytovej krivke oslovených investorov. V tretej fáze bookbuildingu dochádza k stanoveniu emisného kurzu akcií a ich alokácii medzi investorov. Tu si treba uvedomiť, že manažér emisie má pomerne široké právomoci ohľadne určenia emisného kurzu a nemusí ho stanoviť iba na priesečníku ponuky a dopytu, ako je tomu v prípade aukcie. Netransparentnosť v podobe určenia emisného kurzu predstavuje hlavný problém tejto metódy, pretože mechanizmus určenia

emisného kurzu je know-how manažéra emisie a tieto informácie nie sú verejne publikované. Pokiaľ sa jedná o alokáciu akcií, opäť tu záleží na rozhodnutí manažéra emisie, akým spôsobom budú rozdelené akcie medzi investorov. Kritérium výberu môže byť napríklad účasť investora pri road-show, transparentnosť jeho dopytu a ponúkaná cena, jeho vplyv v sektore podnikania emitenta, spolupráca s manažérom emisie, jeho podiel na určení konečného emisného kurzu atď. Vo štvrtnej a zároveň poslednej fáze sú investori vyzvaný, aby potvrdili svoj záujem o úpis akcií, pretože až doposiaľ sú ich objednávky právne nezáväzné. Potom dochádza k vydaniu konečného prospektu a v priebehu niekoľkých dní sú akcie pripravené k obchodovaniu na sekundárnom trhu a vydané investorom.

Investiční bankári naznačujú, že o úspešnej IPO môžeme hovoriť práve v prípade, keď záujem investorov o ponúkané akcie aspoň dvakrát prevyšuje ich množstvo.

Po skončení upisovacieho obdobia spravidla dochádza k samotnému úpisu akcií manažérom emisie, prípadne ďalšími členmi syndikátu upisovateľov. Potvrdené objednávky a miera ich uspokojenia sú oznámené investorom, ktorí pripravia platobné inštrukcie k finančnému vyrovnaní sa na vopred určený deň po uzavretí knihy objednávok.

Predstavenstvo emitujúcej spoločnosti je povinné podať návrh na zápis novej výšky základného kapitálu do obchodného registra po upísaní akcií zodpovedajúcich rozsahu jeho zvýšenia a po splatení aspoň 30% ich menovitej hodnoty, vrátane pridaného emisného ážia.

Burzové pravidlá umožňujú, aby emitujúca spoločnosť, pred prijatím akcií k oficiálnemu obchodovaniu, požiadala burzu o prijatie akcií k podmienenému obchodovaniu. Investori tak majú možnosť začať obchodovať s akciami ihneď po skončení Booklistingu a nemusia čakať až na samotné vydanie akcií. V stredoeurópskom regióne ponúka túto možnosť iba Pražská burza. [9] Približný časový harmonogram realizačnej fázy IPO je uvedený v prílohe C.

Ak bolo zvýšenie základného kapitálu zapísané do obchodného registra, dá predstavenstvo spoločnosti, v prípade zaknihovaných (objednaných) akcií príkaz stredisku cenných papierov k vydaniu akcií a ich pripísaniu na účty upisovateľov (prípadne majiteľov

poukážok na akcie, ak boli vydané). Potom dochádza na základe žiadosti k prijatiu akcií na obchodovanie na BCP.

Dokončenie celého procesu IPO znamená pre emitujúcu spoločnosť získanie potrebných peňažných prostriedkov a pre verejnosť novú investičnú príležitosť. Na obrázku 3. je znázornený približný časový harmonogram realizačnej fázy IPO.

1.2.3 Post realizačná fáza

Jednou z posledných úloh manažéra emisie je **stabilizácia kurzu akcií** po ich uvedení na sekundárny trh prostredníctvom tzv. opcie navýšenia (Green Shoe option, príp. overallotment option). Jedná sa o právo na úpis ďalších akcií po uskutočnení primárnej verejnej ponuky akcií, spravidla vo výške 10 – 15 % z celkového počtu ponúkaných akcií. Opcia je väčšinou platná po dobu 30-tich dní od dňa oznámenia ponúkanej ceny. Cieľom akcie je zaistiť, aby cena akcií významne neklesla pod emisní kurz, a garantovať likviditu a stabilitu emisie v počiatočnej fáze jej obchodovania.

Stabilizačný mechanizmus spočíva v tom, že manažér emisie alokuje väčšie množstvo akcií, a tým je v tzv. krátkej pozícii (short position), ktorá je krytá opciami a zmluvou o vypožičaní uzavretou s niektorým s nastávajúcich akcionárov. Po uvedení akcií na trh potom závisí využitie opcií na vývoji dopytu po novej emisii. V prípade, že cena akcií rastie, manažér emisie neredukuje krátku pozíciu spätným nákupom akcií na sekundárnom trhu, a v prípade silného dopytu bude navýšenie opcie plne využité (objem emisie sa zvýši o množstvo akcií uvedené v opcii navýšenia). Pokiaľ však cena akcií klesá, manažér emisie pokryje krátku pozíciu spätným nákupom akcií na sekundárnom trhu s cieľom podporiť cenu emisie a v prípade slabého dopytu bude opcia navýšená iba čiastočne, alebo nebude využitá vôbec.

Medzi ďalšie stabilizačné opatrenie patrí tzv. Dohoda o dočasnom zákaze predaja akcií (look-up agreement), ktorá spočíva v tom, že emitujúce spoločnosti a ich akcionári sa manažérovi emisie zmluvne zaviazajú, že v určitom období po realizácii IPO (spravidla po dobu 180 dní odo dňa uskutočnenia ponuky) nepredajú, prípadne nevydajú ďalšie akcie emitenta. Cieľom tohto opatrenia je podporiť záujem o akcie a rast ich kurzu po IPO.

PO úspešnej stabilizácii ceny akcií vzťah medzi manažérom emisie a emitentom právne končí. Napriek tomu býva bežné, že emitent i naďalej využíva služby manažéra emisie, napríklad v oblasti finančnej analýzy či príprave na ďalšiu verejnú ponuku akcií tzv. SEO.

1.2.4 Delistings

Delisting nemá riadne určený slovenský ekvivalent. Vo všeobecnosti to znamená zaradenia sa firmy z verejného akciového trhu späť na súkromný, čím sa firma opätovne stane súkromnou akciovou spoločnosťou. Je to vlastne odobratie akcie z trhu, na ktorom sa s ňou obchoduje. Deje sa to preto, lebo firma dobrovoľne alebo nedobrovoľne nespĺňa podmienky, ktoré sú určované regulačným orgánom.

Firma môže vyradiť svoje akcie z obehu dobrovoľne alebo nedobrovoľne. Nedobrovoľné vyradenie firmených akcií nastane už v spomínanom prípade, ak firma nespĺňa požiadavky trhu. Neschopnosť splňať požiadavky trhu poukazuje hlavne na finančnú nestabilitu firmy, ale aj na iné problémy. Smerovanie k bankrotu je hlavným dôvodom pre vyradenie akcií z trhu. Firmy, ktorých akcie sú vyradené, môžu v USA obchodovať naďalej na Over the Counter Bulletin Board (OTCBB) alebo Pink Sheets (ružové listiny). Toto sú trhové systémy, ktoré nemajú k firme žiadny vzťah, nemajú žiadne kritériá pre vstup a ani iné regulačné opatrenia.

Burzy vyradujú firmy, ak už ďalšia účasť firmy na burze už burze neprináša zisk. Firmy s malým trhovým obratom negenerujú dostatočné množstvo prostriedkov na to, aby pokryli burze všetky výdavky súvisiace s ponukou akcií firmy na tejto burze. Pravidlá vyradovania firiem taktiež ochraňujú reputáciu burzy. Disponovaním mocou vyradiť firmy, ktoré nespĺňajú určitý štandard, burzy vysielajú investorom signál, že sa môžu spoľahnúť na integritu firiem stále obchodujúcich na burze. No platnosť týchto signálov je otázna.

1.2.4.1 Firmy sa stávajú súkromnými

Firmy môžu vystúpiť z verejného akciového trhu dobrovoľne tak, že sa stanú „tmavými“: buď uplatnia delisting a sa z burzy odhlásia, alebo sa firma stane súkromnou, a tým ukončí svoju povinnosť byť registrovaná napr. v SEC. To, že firma bude „tmavá“ znamená, že už sa nemôže zaradiť na burzu, ale môže sa s ňou obchodovať na OTCBB či v ružových listinách. BS firmami, ktoré sa stali súkromnými, sa už neobchoduje. Delisting

a deregistrácia sú dve rozdielne rozhodnutia. Obe majú vplyv na ceny akcií, keďže to, že sa stanú súkromnými, zvyčajne pozitívne ovplyvní názor investorov na firmu. Verejne obchodovateľné spoločnosti, ktoré sa opätovne stávajú súkromnými sú zväčša väčšie firmy s menšími finančnými ťažkosťami.

Negatívna reakcia trhu na rozhodnutie firmy stať sa „tmavou“ (odlišné od rozhodnutia stať sa súkromnou) naznačuje, že trh toto rozhodnutie považuje za prejav zhodnotenia perspektívy firmy insidermi alebo ako signalizácia problémov napr. nedostatočná motivácia manažérov zvyšovať hodnotu firmy pre akcionárov (tzv. agency problem). Menšie firmy s pomalším rastom a väčšou finančnou tiesňou môžu pocítiť to, že poplatky za registráciu na burze a povinnosť zverejňovať svoju činnosť prevyšujú výhody toho, že firma je na burze verejne obchodovateľná. Napriek tomu, že v tomto prípade toto rozhodnutie plynie zo snahy zvyšovať hodnotu firmy, a to môže naznačovať, že insideri neveria, že dokážu finančnú situáciu firmy v dohľadnej dobe vylepšiť.[13]

1.3 Oceňovanie prvotnej verejnej ponuky akcií

Úspešnosť prvotnej verejnej ponuky akcií je ovplyvnená najmä dopytom investorov po novoponúkaných akciách. Pri rozhodovaní potencionálneho investora pri nákupe akcií spoločností vstupujúcich prvýkrát na organizovaný kapitálový trh zohráva dôležitú úlohu ich emisný trh. Je preto nutné, aby emitent, resp. manažér emisie (lead manager) podnik ocenil. Na základe výsledku ocenenia dochádza k stanoveniu počiatočného cenového rozpätia, ktoré bude predstavovať východisko pri vyjednávaní emisného kurzu akcií s potencionálnymi investormi.

Za najčastejšie dôvody pre oceňovanie podniku môžeme označiť :

- predaj, alebo nákup podniku ako celku, prípadne jeho časti,
- fúzia
- realizácia IPO.

Oceňovanie podniku z dôvodu realizácie IPO v sebe skrýva značné riziká. Je dôležité si uvedomiť, že dosiahnutie určitej úrovne rentability investovaného kapitálu je zaťažené veľkou mierou neistoty, napr. z dôvodu meniacej sa štruktúry kapitálu. Ocenenie emitujúcej spoločnosti ovplyvňuje rozhodnutie o načasovaní IPO. Ak je prvotná verejná ponuka akcií realizovaná v období veľkého počtu IPO, môže dôjsť k nadhodnoteniu

emisného kurzu, pretože podnik spravidla participuje na podpriemernom raste kurzu ostatných akciových jednotiek.

Rozoznávame dva hlavné prístupy oceňovania podniku. Metóda relatívneho oceňovania odvodzuje tržnú hodnotu podniku od tržných kurzov akcií zrovnateľných podnikov (peer group). Východiskom pri oceňovaní sú v tomto prípade dáta z katalógového trhu vzťahujúce sa k podobným podnikom. V prípade metódy priameho oceňovania sú očakávané peňažné toky podniku diskontované na súčasnú hodnotu podniku. Východiskom pri oceňovaní sú tak výlučne dáta vzťahujúce sa k oceňovanému podniku, avšak z hľadiska oceňovania je významná výška diskontnej sadzby, ktorá zohľadňuje situáciu na kapitálovom trhu ako celku. Metódy orientované na substančnú hodnotu nehrajú v procese realizácie IPO významnú úlohu. Metódy oceňovania podniku pred primárnou emisiou akcií sú uvedené v prílohe D. [1;5]

1.3.1 Metódy relatívneho oceňovania

Metódy relatívneho oceňovania vychádzajú z hypotézy, že určitý indikátor výkonnosti zrovnateľných podnikov sa dá považovať za východisko pri oceňovaní konkrétneho podniku.

Rozlišujeme 3 kategórie metód relatívneho oceňovania podniku:

- Oceňovanie na základe bežného kurzu akcií zrovnateľných podnikov (Similar Public Company Approach),
- Oceňovanie na základe uskutočňovaných transakcií, t.j. predajných cien zrovnateľných podnikov (Recent Acquisition Method),
- Oceňovanie na základe emisných kurzov akcií zrovnateľných podnikov (Initial Public Offering Method).

Vo všetkých troch prípadoch môžeme tržnú hodnotu podniku (enterprise value/EV) určiť ako:

$$EV = \frac{\text{tržná hodnota zrovnateľného podniku}}{\text{vzťahová veličina zrovnateľného podniku}} \times \text{vzťahová veličina oceňovaného podniku}$$

Pomer medzi tržnou hodnotou a vzťahovou veličinou zrovnateľného podniku sa označuje ako **multiplikátor** (tiež násobiteľ).

- **Analýza oceňovaného podniku** na základe jeho účtovných uzávierok, obchodných plánov, očakávaných tržieb, rozpočtov, prípadne pozície na trhu.
- **Výber zrovnateľných podnikov** kótovaných na organizovanom kapitálovom trhu. Vzhľadom k tomu, že na trhu je nemožné nájsť dva identické podnikateľské subjekty, hrajú kritéria pre výber zrovnateľných podnikov rozhodujúcu úlohu. Za kľúčové kritériá pre výber zrovnateľných podnikov môžeme označiť mieru rastu obratu, marže, kapitálovú štruktúru, dividendovú politiku a štruktúru akcionárov. V prevádzkovej oblasti zohrávajú najvýznamnejšiu úlohu kritériá ako obor podnikania, geografická odlišnosť, zákazníci, fáza životného cyklu podniku a iné.
- **Výpočet multiplikátora zrovnateľných podnikov.** Ako vzťahové veličiny z účtovných výkazov prichádzajú v úvahu obrat, zisk pred odpočítaním nákladových úrokov, daní a odpisov (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization / EBITDA), zisk pred odpočtom nákladov, úrokov a daní (Earing Before Interest and Taxes/EBIT), zisk po zdanení (Earing After Taxes/ EAT) alebo cash flow.

Najčastejšie aplikovaným multiplikátorom je pomer medzi kurzom akcií k zisku na akcii (Price/Earnings-Ratio). Tržná hodnota oceňovaného podniku je stanovená ako súčin hodnoty multiplikátoru a očakávanej výšky zisku bežného (alebo nasledujúceho) účtovného obdobia. Emisný kurz sa nasledovne stanoví ako podiel tržnej hodnoty podniku a celkového počtu akcií, prípadne ako súčin zisku na akcii a hodnoty multiplikátoru.

Aplikácia multiplikátoru kurzu akcie k zisku na akcii v pomere k očakávanému rastu zisku (Price/Earnings to Growth Ratio / PEG Ratio) je zmysluplná najmä u podnikov, pri ktorých sa dá očakávať vysoký prírastok zisku. Platí, že čím vyšší je Price/Earnings-Ratio, tým vyššie sú očakávania vo vzťahu k rastu zisku oceňovaného podniku.[7]

Vykazovanie straty v prípade mnohých podnikov *new economy* vstupujúcich na burzu viedlo k formulovaniu multiplikátorov, ktoré sú založené na obrate alebo na počte zákazníkov. Multiplikátor kurz akcie vzhľadom k obratu na akciu hodnotí úroveň vlastného kapitálu podniku s očakávaným obratom bežného alebo nasledujúceho obdobia. Myšlienka spočíva v tom, že tržby v sebe skrývajú budúci výnosový potenciál, ktorí je v bežnom roku v dôsledku mimoriadne vysokých investícií na nízkej úrovni. Problém s porovnaním platí aj pre multiplikátor tržnej kapitalizácie na zákazníka, ktorý sa používa najmä u zákazníkov pôsobiacich v telekomunikačnom odvetví a finančných službách

s veľkým počtom konečných spotrebiteľov. Na stanovení tržnej hodnoty podniku je tiež možné využiť multiplikátor založený na peňažnom toku, t.j. pomere kurzu akcií ku cash flow na akciu. Výhodou tohto multiplikátoru je eliminácia vplyvov, ktorým podlieha zisk, t.j. zohľadňovanie rozdielnych účtovných štandardov pri jeho výpočte.

Prepojenie multiplikátorov s dátami oceňovaných podnikov. Indikátor výkonnosti podniku (zisk, obrat) je vynásobený mediánom multiplikátoru porovnateľných podnikov. Súčin udáva tržnú hodnotu podniku z ktorej je nasledovne odvodený emisný kurz akcií.[5]

Výhody a nevýhody vybraných multiplikátorov:

Multiplikátor	Výhody	Nevýhody
Kurz akcie/zisk na akcii (Price/Earnings-Ratio; P/E Ratio)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ľahko prístupná databáza o zrovnateľných podnikoch ▪ Jednoduchosť výpočtu a časté využívanie v praxi ▪ Zohľadňovanie individuálnych rozdielov vo výnosovej situácii 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obmedzená zrovnateľnosť oceňovaného podniku s podnikom zaradeným do peer group ▪ Nemožnosť aplikácie v prípade podniku vykazujúceho nulový zisk prípadne stratu.
(kurz akcie/zisk na akciu) /očakávaný rast zisku na akcii (Price Earnings to Grow Ratio)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Explicitné zohľadňovanie očakávaného rastu zisku na akciu 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obdobné ako pri multiplikátore kurz akcie / zisk na akciu

Tab. 1 Konštrukcia vybraných multiplikátorov a ich výhody a nevýhody [7]

1.3.2 Metódy priameho oceňovania

Metódy priameho oceňovania vychádzajú z tézy, že cena podniku sa odvíja od perspektív jeho vývoja. Tie sú reprezentované očakávaným peňažným tokom z investície, tj. hodnotou peňažných prostriedkov, ktorú môžu vlastníci a veritelia odčerpať z podniku, bez toho aby sa narušil jeho vývoj do budúcnosti. V súlade s lit. [8] môžeme za najpoužívanejšiu metódu priameho oceňovania označiť metódu diskontného peňažného toku (Discount Cash Flow/DCF). Tá sa dá použiť v nasledujúcich 3 prípadoch:

- **tržná hodnota vlastného kapitálu** (equity value) – v tomto prípade sú zohľadňované iba platby, ktoré bezprostredne plynú vlastníkom.
- **tržná hodnota podniku ako celku** (entity value) – berú sa do úvahy peňažné toky plynúce poskytovateľom vlastného i cudzieho kapitálu.

- **upravená súčasná hodnota** (Adjust Present Value/APV) – najprv sa stanoví tržná hodnota podniku pri financovaní výlučne vlastným kapitálom. Následne je táto hodnota upravená o prípadné daňové aspekty, ktoré vyplývajú z reálnej kapitálovej štruktúry podniku. Po odpočítaní hodnoty cudzieho kapitálu sa v treťom kole dostaneme k tržnej hodnote vlastného kapitálu.

Vzhľadom na odlišnosti pri zdaňovaní jednotlivých právnych foriem podnikania je možné konštatovať, že najpresnejšie výsledky môžeme dosiahnuť jedine použitím funkcie APV. V praxi sa však z dôvodu jednoduchšej aplikovateľnosti uprednostňujú prvé dve z uvedených metód, najmä pre kvantifikáciu celkovej tržnej hodnoty podniku.[7]

1.4 Analýza nákladov spojená s IPO

Vstup akciovej spoločnosti na verejný kapitálový trh formou IPO je spojený s celým radom priamych a nepriamych nákladov, ktoré významným spôsobom ovplyvňujú rozhodovanie podniku o využití tejto formy financovania. Náklady na IPO je možné rozdeliť do dvoch skupín, a to na:

- náklady na realizáciu IPO,
- náklady spojené s verejnou obchodovateľnosťou akcií.

1.4.1 Náklady na realizáciu IPO

Náklady na realizáciu IPO zahrňujú všetky priame i nepriame náklady, ktoré sú spojené so samotným procesom prvotnej verejnej ponuky akcií. Medzi **priame realizačné náklady** IPO patria predovšetkým:

- poplatky upisovateľom (gross spread)
- poplatky profesionálom za auditorské, právne a iné poradenské služby
- poplatky za prijatie akcií k obchodovaniu na verejnom trhu
- náklady na marketingové aktivity (prezentácia spoločnosti potencionálnym investorom)
- interné náklady spoločnosti súvisiace s prípravou na IPO

Za **nepriame realizačné náklady** IPO je možné považovať podhodnotenie emisného kurzu akcií (underpricing).[1]

1.4.1.1 Priame realizačné náklady

Hodnotou najvýznamnejšiu položku priamych realizačných nákladov IPO obvykle predstavujú **poplatky upisovateľom**, ktoré tvoria ich odmenu (*gross spread*, čo predstavuje rozdiel medzi cenou, za ktorú upisovateľ odkúpi akcie od emitenta a emisným kurzom, za ktorý sú akcie prvýkrát ponúkané verejnosti). *Gross spread* sa najčastejšie vyjadruje percentuálne z objemu emisie (emisný kurz akcií násobený počtom ponúkaných akcií). *Gross spread* na amerických trhoch dosahuje vyššie hodnoty ako v Európe.

Medzi ďalšie realizačné náklady IPO patria **poplatky za prijatie akcií k obchodovaniu** na verejných kapitálových trhoch. Poplatky sa na jednotlivých trhoch líšia, no z pravidla nepresahujú hodnotu 0,05% z objemu emisie. Môžeme teda konštatovať, že v porovnaní s poplatkami upisovateľom predstavujú poplatky za prijatie akcií k verejnému obchodovaniu iba zanedbateľnú položku v rámci celkových nákladov IPO

Zvyšnú časť priamych realizačných nákladov IPO tvoria **poplatky profesionálom** za právne, auditorské a iné poradenské služby, **náklady na marketingové aktivity** a **interné náklady** emitujúcej spoločnosti súvisiace s IPO. Tieto náklady môžeme súhrnne kvantifikovať v rozmedzí 3-6% z objemu emisie.[5]

1.4.1.2 Underpricing

Empirické výskumy, ktoré sa zaoberajú vývojom trhového kurzu akcií krátko po ich prvotnej verejnej ponuke, prichádzajú k záveru, že emitujúca spoločnosť ponúka svoje akcie pri IPO za nižšiu cenu, ako za ktorú sa s nimi obchoduje na sekundárnom trhu. Tento jav sa označuje termínom *underpricing*, pre ktorý môžeme zaviesť slovenský ekvivalent „podhodnotenie emisného kurzu akcií“. Vysvetlenie prečo sú emisné kurzy akcií pri IPO obvykle podhodnotené, sú najčastejšie založené na informačnej asymetrii medzi jednotlivými subjektmi, ktoré sa zúčastňujú prvotnej verejnej ponuky akcií.

Z pohľadu emitenta predstavuje podhodnotenie emisného kurzu akcií implicitný náklad IPO, pretože spoločnosť, resp. pôvodný akcionári (pri sekundárnej ponuke akcií) získavajú menej peňažných prostriedkov. Na vyjadrenie *underpricingu* existujú dva pohľady. Prvý z nich berie do úvahy iba iba zmenu medzi emisným kurzom a tržnou cenou akcií na

sekundárnom trhu. Podhodnotenie emisného kurzu akcií je možné v tomto prípade vyjadriť pomocou nasledujúceho vzťahu:

$$U = \frac{(P_1 - P_E)}{P_E} \times 100 \quad (4.1)$$

kde U = podhodnotenie emisného kurzu akcií (underpricing) v %,
 P_1 = kurz emisie na konci prvého dňa obchodovania s emisiou na sekundárnom trhu
 P_E = emisní kurz akcie

Pozn.: Pokiaľ bude tržný kurz akcie (P_1) nižší ako emisní kurz (P_E), výjde nám pri výpočte underprisingu (U) záporná hodnota a môžeme konštatovať, že v danom prípade bol emisný kurz nadhodnotený.

Vzhľadom k tomu, že medzi stanovením emisného kurzu a začiatkom obchodovania emisie na sekundárnom trhu existuje vždy určité časové oneskorenie, počas ktorého sa akciové trhy vyvíjajú, môžeme pri výpočte *underprisingu* zohľadniť zmenu akciových kurzov. *Underpricing* upravený podľa vývoja na akciových trhoch predstavuje druhý prístup k jeho vyjadreniu. K jeho výpočtu môžeme použiť nasledujúci vzorec:

$$U_M = \left[\frac{(P_1 - P_E)}{P_E} - \frac{(M_1 - M_0)}{M_0} \right] \times 100 \quad (4.2)$$

kde U_M = *underpricing* po zohľadnení vývoja tržného indexu v %,
 M_1 = hodnota tržného indexu na konci prvého dňa obchodovania s emisiami na sekundárnom trhu,
 M_0 = hodnota tržného indexu na konci dňa predchádzajúceho prvému dňu obchodovaniu s emisiami na sekundárnom trhu

Veľkosť nákladov súvisiacich s podhodnotením emisného kurzu akcií pri IPO sa dá určiť pomocou nasledujúceho vzorca:

$$UC = (P_1 - P_E) \times MC \quad (4.3)$$

kde UC = náklady spojené s podhodnotením emisného kurzu akcií pri IPO,
 MC = veľkosť emisie (tržná kapacita IPO).

Podhodnotenie emisného kurzu má tiež negatívny dopad na vplyv pôvodných akcionárov v spoločnosti, lebo tá bude nútená za účelom získania potrebnej výšky peňažných prostriedkov vydať viac nových akcií. Inak povedané, v prípade absencie podhodnotenia emisného kurzu by spoločnosť mohla získať požadovaný objem peňažných prostriedkov emitovaním menšieho počtu akcií, a tým by došlo k menšiemu oslabeniu vplyvu pôvodných akcionárov v spoločnosti. Význam podhodnotenia emisného kurzu akcií je preto priamo úmerný podielu ponúkaných akcií na základnom kapitály spoločnosti.[1]

1.4.2 Náklady spojené s verejnou obchodovateľnosťou akcií

Po úspešnej realizácii prvotnej verejnej ponuky akcií vznikajú emitentovi a investorom ďalšie náklady spojené s obchodovaním s akciami na sekundárnom trhu. Jedná sa predovšetkým o:

- náklady spojené s regulačnými požiadavkami na správu a riadenie spoločnosti (*corporate governance*),
- ročné burzové poplatky
- transakčné náklady na nákup a predaj akcií na sekundárnom trhu.

Náklady na intenzívne zverejňovanie informácií smerom k investorom a požiadavky na riadenie a správu spoločnosti môžu mať pozitívny aj negatívny dopad na nákladnosť IPO. Ich existencia zvyšuje dôveru investorov v nové emisie a tí sú preto ochotní zaplatiť za akcie vyššiu cenu. V opačnom prípade, keď budú mať investori veľmi málo informácií pre svoje investičné rozhodnutie, sa dá predpokladať, že budú požadovať vyššiu výnosnosť investície, čo sa prejaví vo výške rizikovej prémie.

Okrem poplatkov za prijatie akcií k verejnému obchodovaniu musí spoločnosť, s ktorej akciami sa verejne obchoduje, **platiť ročné burzové poplatky**. Ich výška má, podobne ako poplatky za prijatie k obchodovaniu, iba veľmi malý dopad na nákladnosť IPO a s rastúcou tržnou kapitalizáciou ročné burzové poplatky percentuálne klesajú.

Investori, ktorí požadujú určitú čistú mieru výnosnosti sú väčšinou ochotní akceptovať vyššiu cenu akcií v prípade, že existujú nižšie transakčné náklady na nákup a predaj akcií na sekundárnom trhu. Transakčné náklady, ktoré vznikajú investorom pri obchodovaní na sekundárnom trhu tak majú vplyv na tržnú hodnotu akcií a tým i na celkové náklady IPO.

Transakčné náklady súvisiace s obchodovaním na sekundárnom trhu môžu byť rozdelené na explicitné (priame) a implicitné (nepriame).

Medzi explicitné transakčné náklady patria predovšetkým poplatky za sprostredkovanie nákupu a predaja cenných papierov (napr. poplatky obchodníkom s cennými papiermi) a zdanenie výnosov z cenných papierov. Implicitné transakčné náklady súvisia s likviditou trhu a patrí medzi ne napríklad rozdiel medzi predajnou a nákupnou cenou akcií v danom čase a kurzové pohyby. [1]

1.4.3 Náklady spojené so SEO

V prípade, že sa verejne obchodovateľná spoločnosť rozhodne pre ďalšiu emisiu akcií (*Seasoned Equity Offering*), vznikajú jej ďalšie náklady. Štruktúra nákladov spojených so SEO je podobná ako pri IPO, avšak ich výška je obvykle výrazne nižšia, pretože spoločnosť je už kótovaná na verejnom kapitálovom trhu a uvedenie novo emitovaných akcií na trh nie je tak procesne náročné ako pri ich prvej verejnej ponuke.

Hodnotovo najvýznamnejšou položkou celkových nákladov spojených so SEO tvoria (podobne ako u IPO) poplatky upisovateľom. Najvyššie hodnoty dosahujú na amerických trhoch, avšak v zrovnaní s európskymi tu už nie je tak veľký rozdiel, ako bol pri IPO. Ostatné priame náklady sú relatívne (v porovnaní s IPO) nízke. Ich medián obvykle nepresahuje 1% z objemu emisie.

V prípade SEO rozlišujeme dva druhy nepriamych nákladov a to **diskont** (*discount*) a **podhodnotenie emisného kurzu** (*underpricing*).

Diskont sa dá vyjadriť ako rozdiel medzi tržným kurzom akcií na konci posledného dňa ich obchodovania pred realizáciou SEO a emisným kurzom pri SEO. *Underpricing* je definovaný ako rozdiel medzi emisným kurzom akcií pri SEO a tržným kurzom akcií na konci prvého dňa ich obchodovania po realizácii SEO. Obidve veličiny sa obvykle vyjadrujú percentuálne z emisného kurzu akcií.[17]

2 Cieľ práce

Bakalárska práca si dáva za cieľ, jednak zhodnotiť primárnu verejnú ponuku akcií (IPO), ako nástroj vhodný na získanie potrebného kapitálu, prípadne na zlepšenie imidžu firmy.

Ďalším cieľom práce je priblížiť správanie sa Globálnych IPO trhov na úrovni jednotlivých regiónov (Čína, India, Japonsko, USA, Európa, Stredný východ a Afrika) počas rokov 2004- 2010. Je to obdobie protikladov, počas ktorého jednotlivé ekonomiky do konca 1.Q roku 2008 zaznamenávali nebývalý nárast čo do počtu IPO dohôd, tak aj do objemu preinvestovaného kapitálu na svetových burzách. V roku 2008 prišla recesia, ktorá sa postupne rozšírila do celého sveta a bola príčinou prudkého poklesu primárnych emisií akcií, niektoré trhy zaznamenali až 300% prepád medzi rokmi 2008 – 2009. Rok 2010 bol rokom konsolidácie trhov a úroveň IPO sa v globálnom poňatí dostala na predkrízové hodnoty z roku 2006.

Dosiahnutie dvoch hlavných cieľov je podmienené vymedzením a spracovaním čiastkových cieľov, ktoré sú zamerané na:

- sumarizovanie dôvodov realizácie IPO,
- sledovanie aspektu, že každá spoločnosť počas svojho vývoja prechádza štádiom, v ktorom potrebuje cudzí kapitál. Prvotná verejná ponuka akcií predstavuje finančnú operáciu umožňujúcu spoločnosti zlepšiť svoju likviditu a kapitálovú štruktúru, čo je vlastne alternatíva k dlhovému financovaniu, najmä pre spoločnosti, ktorých investície sú v súčasnej dobe a v plánovanej budúcnosti vysoké a pre spoločnosti s vysokým podielom dlhu v kapitálovej štruktúre a vysokým rastovým potenciálom.
- porovnanie výhod a nevýhod spojených s primárnou emisiou akcií, v tejto časti práca vymedzuje pre ktoré subjekty je výhodné vstúpiť na verejný akciový trh a pre ktoré nie,
- vymedzenie prípravnej, realizačnej, post realizačnej fázy IPO. Práca tiež zahŕňa štádium delistingu, čiže zaradenia sa firmy z verejného akciového trhu späť na súkromný, čím sa firma opätovne stane súkromnou akciovou spoločnosťou,
- analýzu nákladov spojenú s primárnou emisiou cenných papierov v danom podniku
- spracovanie vývoja burzových indexov Dow Jones Industrial Average a Index Standard & Poor's 500 v časovom horizonte 2004 – 2010.

3 Metodika práce

Naším objektom záujmu je primárna emisia akcií spoločnosti na verejný kapitálový trh a správanie sa globálnych IPO trhov počas obdobia 2004 – 2010.

Pri vypracovaní bakalárskej práce bol zvolený nasledovný postup:

- Štúdium dostupnej slovenskej, no najmä zahraničnej literatúry zaoberajúcej sa problematikou primárnej emisie akcií, akciovými trhmi a burzami s cennými papiermi.
 - Zhromažďovanie informácií. Podstatnú časť zdrojov tvorili monografie, internetové portáli zaoberajúce sa akciovými trhmi, no najmä výročné správy za jednotlivé roky 2004 - 2011 auditorských spoločností ERNST & YOUNG a PRICEWATERHOUSECOOPERS, ktoré sú zdrojom najaktuálnejších údajov.
 - Analýza získaných údajov. V prvej časti práce je spravený harmonogram a spôsob akým spoločnosť postupuje pri primárnej emisii akcií. V druhej časti sme analyzovali najmä údaje týkajúce sa objemu kapitálu preinvestovaného v rámci IPO v jednotlivých regiónoch, a počtu dohôd o primárnej emisii akcií v rokoch 2004 – 2011.
 - Komparácia získaných údajov. Porovnaním jednotlivých výročných správ sme sa dostali k vývoju akciových trhov v rámci jednotlivých regiónov, tieto údaje sú vyjadrené v podobe grafov za každý región. Použitie komparatívnej metódy je podmienené zaistením porovnávacej základne tak, aby údaje ktoré porovnávame spĺňali nasledovné kritériá:
 - Musia mať zhodný obsah (porovnávame jednak počet dohôd a tiež objem kapitálu).
 - Musia brať do úvahy faktor času – porovnávame rovnako dlhé obdobia (rok)
- Na základe relatívne podobného vývoja indexov DJIA a S&P 500 môžeme vyjadriť súd o čase kedy globálna ekonomika, vzhľadom na počet a objem realizovaných IPO v skúmanom období, mala rastúcu a naopak kedy klesajúcu tendenciu.
- Dosiahnuté výsledky a závery.
 - Spojenie čiastkových teórií o dôvodoch realizácie primárnej emisie cenných papierov, jednotlivých fázach realizácie IPO, oceňovaní prvotnej verejnej ponuky

jednotlivých firiem a analýza nákladov spojená s IPO do jedného súvislého teoretického celku

- Porovnanie globálnych akciových trhov v časovom rozmedzí 8 rokov jednak z hľadiska objemu preinvestovaného kapitálu, počtu dohôd ale aj z hľadiska príčin, ktoré viedli k poklesu, nárastu primárnych emisií v jednotlivých odvetviach v daných regiónoch.

- Súčasťou vypracovania bakalárskej práce bola aktívna účasť na akciovej burze prostredníctvom spoločnosti X-Trade Brokers Slovenská republika, ktorá sprostredkováva možnosť fiktívneho obchodovania v reálnom čase s reálnymi komoditami. Účasť na obchodovaní bola zdrojom praktických skúseností.

4 Výsledky práce

4.1 Globálne IPO trhy

Pri obchodovaní s IPO veľkú úlohu zohráva globalizácia kapitálu, čo firmám dáva možnosť rozhodnúť sa na ktorý trh vstúpia. V roku 2011 sa globálne trhy snažia obnoviť a zvýšiť svoju hybnú silu. Globálni investori hľadajú nové trhy na investovanie, celosvetovo vzrastá dopyt po nových možnostiach investovania do primárnych emisií akcií podnikov. Etapa malého počtu možností investovania od roku 2007, z dôvodu nedostatku kapitálu na svetových trhoch pomaly končí a celosvetovo rastie počet IPO. Kľúčový hráči na globálnom IPO trhu pokračujú v posilňovaní z roku 2010 a to najmä na nových trhoch, vďaka štátnym privatizáciám, fúziám so slabšími podnikmi, vďaka rýchlo sa rozvíjajúcim energetickým spoločnostiam, priemyslu a materiálno-technologického sektoru.

Napriek trhovej nestabilite spôsobenej dlhovou krízou Eurozóny v 2010, sa globálne trhy vracajú na predkrízovú úroveň, tomuto trendu najviac pomohol štvrtý kvartál 2010. V 2010 si prvenstvo na nových trhoch udržala Čína, poháňaná rýchlym ekonomickým rastom, likviditou na trhu a zahraničným prílivom kapitálu. V rovnakom čase oživali aj rozvinuté trhy, v USA sa prudko zvýšila primárna emisia akcií rýchlo sa rozvíjajúcich spoločností, Európa bola svedkom „veľkých výpredajov“ poľskej vlády

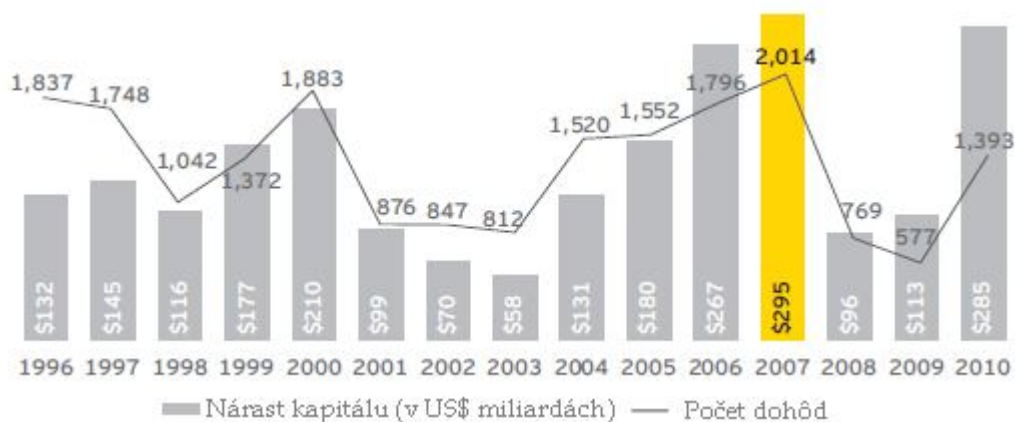
Trendy v IPO aktivite firiem sú len veľmi ťažko predpovedateľné. Aj napriek tomu analytici z Ernst & Young očakávajú, že veľké ziskové firmy sú pripravené na vstup na verejný akciový trh. Hlavným motívom má byť IPO ako zdroj financovania.

4.1.1 Vedúce trendy:

- V 2010 sa dostávajú medzinárodné aktivity IPO na úroveň s pred krízou a dosahujú, vôbec, druhý najvyšší objem rastu kapitálu, po roku 2007. Po dvoch nehybných rokoch na trhu s IPO počas celosvetovej krízy a recesie, rok 2010 predstavuje zdravé objemy IPO, ktoré vzrástli viac ako dvojnásobne v porovnaní s rokmi 2008 a 2009.
- Medzinárodné trhy sa v prvých troch kvartáloch 2010 revitalizovali a obnove veľmi pomohol rekordný štvrtý kvartál. Počas prvých troch kvartálov sa investori obávali o suverenitu Eurozóny, širokosiahlych regulačných zmien, zníženia stimulačných balíkov a obmedzení v počte IPO hlavne z dôvodu celosvetového podhodnotenia cien. Avšak dôvera sa zosilnila v priebehu roka, vďaka dopytu po kapitály na Ázijskom trhu, kde ho krajiny získavali predajom štátnych dlhopisov. Toto viedlo v Q4 k rekordnému nárastu kapitálu na svetových trhoch (131,5 miliardy dolárov, 484 obchodov)
- Rok 2010 bol svedkom najväčšieho IPO v dejinách ľudstva. Najväčšie IPO za 22,1 miliardy dolárov bola ponuka Agricultural Bank of China (Čínskej poľnohospodárskej banky) v hodnote 22,5 miliardy amerických dolárov. Nasledovalo vôbec druhé najväčšie IPO v hodnote 20,5 miliardy uskutočnené AIA, najväčšia ázijská poisťovacia jednotka korporácie AIG Group. A na americkom trhu to bola primárna ponuka akcií IPO spoločnosti General Motors v hodnote 18,1 amerických dolárov - celosvetovo tretie najväčšie IPO v roku 2010.
- Prevládali finančné a infraštrukturálne sektory, hoci IPO boli dosť diverzifikované. 28% všetkých IPO sa uskutočnilo práve vo finančnom sektore, toto predstavovalo čiastku približne 80 mild. amerických dolárov. Na tomto objeme sa podieľali najmä tri gigantické ázijské poisťovacie inštitúcie a to AIA (životná poisťovňa), Dai-ichi (Japonská životná poisťovňa, bolo to 2. Najväčšie IPO v dejinách Japonska), Samsung Life Insurance Co. Ltd (Juhokórejská poisťovňa, najväčšie IPO v Južnej Kórei vôbec). Hnacím motorom boli nové trhy s dopitom po komoditách a energiách, priemyselný a materiálny sektor boli tiež veľmi aktívne.
- IPO nových trhov predstavovalo až 69% z celosvetového objemu (195,3 miliardy USD, 983 obchodov). Sem spadala aj výpredaj štátnych spoločností v 87 krajinách,

v hodnote 81,1 USD. Veľká väčšina IPO pochádzala z Číny, Indie, Poľska a Indonézie.

Počet realizovaných IPO v rokoch 1996 - 2010:



Obr. 3 Počet realizovaných IPO počas rokov 1996 – 2010 [vlastné spracovanie na základe lit.10]

4.1.1.1 Obnovenie starých trhov

Americký trh s IPO vstáva z popola vďaka malým podnikom, firmám zaoberajúcimi sa high-tech a energetickým spoločnosťami. Globálne sa v USA uskutočnilo 15% IPO, čo je iba jedna tretina obratu kapitálu oproti rokom pred krízou, kedy USA dosahovali priemernú hodnotu 28% celosvetovo zrealizovaných IPO. Napriek tomu táto hodnota je najvyššia od roku 2007.

Taktiež Európa v roku 2010 uskutočnila najviac IPO od roku 2007 a to aj napriek ohrozenej suverenite Eurozóny. Oproti roku 2009 zaznamenali európske burzy nárast kapitálu o 395%. Európske IPO boli revitalizované najmä vďaka poľskej privatizácii štátnych podnikov a londýnskym cezhraničným obchodom s cennými papiermi. Celosvetovo sa Európa podieľala trinástimi percentami na celosvetovom obchode s IPO. V Európe a USA sa počet transakcií IPO v roku 2010 oproti roku 2009 zdvojnásobil a oproti 2008 takmer strojnásobil, no napriek tomu nedosiahol vrchol z roku 2007.

4.1.1.2 Pokračujúci trend vysokých výnosov na rozvíjajúcich sa trhoch

Tak ako pred krízou, primárna emisia akcií ruských a čínskych firiem bola lídrom na trhoch v Ázii a Európe, čím vytvárali nové príležitosti na globálne investície a možnosti podnikania tak aj v roku 2010 najrýchlejšie rastú novo vznikajúce trhy. V roku 2006, IPO, ktoré pochádzajú z BRIC krajín (Brazília, Rusko, India a Čína) navýšili US \$86,5 miliárd v 279 dohodách. IPOs novo vznikajúcich trhov navýšilo US \$20,6 miliárd na

zahraničných burzách (najmä v Londýne). Odráža to predpoklad, že inštitucionálni investori sú úspešnejší skôr na zahraničnej ako domácej burze.

Vodcovstvo v IPO aktivitách v roku 2010 obhájili ázijskí emitenti najmä v Číne a Hongkongu. Tento päťročný trend začal v roku 2006. Ázia navýšila kapitál pre IPO na rekordnú úroveň, takmer 65% z celosvetových výnosov (189,3 miliardy USD, 789 uzavretých obchodov). Po Číne a Hongkongu nasleduje juhovýchodná Ázia, ktorá v roku 2010 vydala najviac kapitálu na IPO vo svojej histórii a to v rámci celého sveta predstavuje vyše 6% (17,5 miliardy USD, 109 uzavretých obchodov). Na týchto IPO aktivitách sa podieľali najmä Malajzia, Singapur a Indonézia.

Celosvetovo najúspešnejšou za rok 2010 sa stala Hongkongská burza s 162% nárastom oproti roku 2009, nasledovala burza Schenzen a treticu uzatvára New York Stock Exchange.

Mnohé medzinárodné transakcie sa podieľali na globalizácii kapitálového trhu, mimo ázijské firmy uskutočnili primárnu emisiu svojich akcií v Hongkongu, lákalo ich najmä vysoké ohodnotenie a silná likvidita. Jednou z takýchto firiem bola aj najväčšia hliníkárska, ruská spoločnosť RUSAL s objemom IPO 2,2 miliardy USD. V tomto čase naopak 41 čínskych firiem ponúkalo svoje akcie na americkom trhu, z ktorých väčšina sa veľmi dobre uchytila.

4.1.1.3 Investovanie na domácich trhoch

Napriek tomu, že sme svedkami ako sa kapitál stále viac stáva globálnym, väčšina IPO zostáva doma, toto platí pre celý svet. Firmy sa totiž chcú zaradiť na verejný akciový trh na mieste, kde sídlia. Nárast lokálnej likvidity a záujmu zahraničných investorov umožňuje aj tým najväčším firmám vydať IPO na domácom trhu. Pre okolo 90% svetových firiem je prvoradým trhom na zaradenie sa ten domáci, za predpokladu, že je to prijateľný akciový trh. Ak sa zaradia na oba trhy (domáci i zahraničný- dual listing), je to predovšetkým preto, že ich lokálny trh nie je dosť veľký či rozvinutý pre takúto transakciu.

Väčšina firiem, ktoré sú tesne pred vydávaním IPO, preferuje zostať na domácom trhu, keďže ich zákazníci sú zvyčajne lokálni alebo pretože sú to práve lokálni investori, ktorí najlepšie rozumejú svojmu biznisu. Pre väčšinu firiem sú to lokálne trhy, kde sa nachádza

investor, infraštruktúra a likvidita. Taktiež tam firmy už majú vybudované vzťahy s investormi a nachádza sa tam systém, ktorý poznajú.

Investori, ktorí v súčasnosti investujú na regionálnych trhoch sú tými istými, ktorí by pred niekoľkými rokmi boli ochotní investovať iba na americkej alebo londýnskej burze. Nie je to ani tak globalizácia búrz cenných papierov, ktorá ovplyvňuje aktivitu na trhu kapitálu, ale je to globalizácia kapitálu.

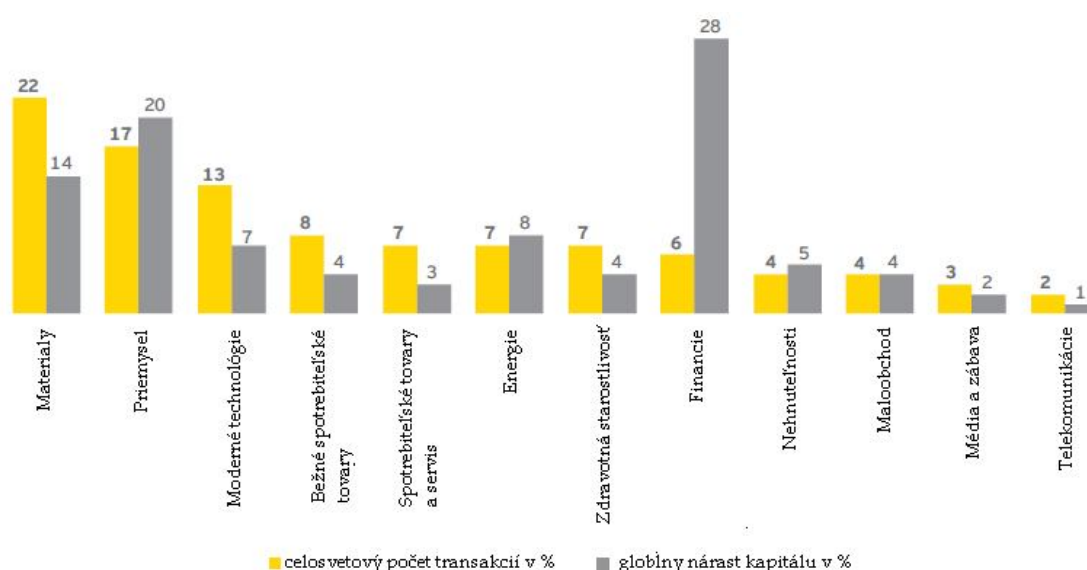
4.1.1.4 Odklon od rivality ku konsolidácii na globálnych burzách

V roku 2006 bolo evidovaných 51 búrz s celovou realizáciou vo výške 50,6 trilióna USD. Burzy sa snažili preštieť jedna druhú. Hong Kong a Londýn prilákali viac IPOs ako New York. Analytici verili, že je to iba kvôli mega IPOs čínskych bánk, a myslia si, že New York si opätovne získa svoje vedúce postavenie. Americké burzy cenných papierov bojovali s ostatnými vo svete ako nikdy predtým. Kritici už vtedy poukazovali, že globalizácia kapitálu prispela k tomu, že mnohé lokálne burzy sú schopné hostiť aj veľké IPO.

Zvýšená globalizácia kapitálu viedla dve najväčšie burzy sveta – NYSE a NASDAQ- aby sa usilovali o ich európskych partnerov. V apríli 2007, sa NYSE zlúčila s Euronextom so základňou v Paríži za US \$14,3 miliardy, čím vytvorili prvú transatlantickú burzu cenných papierov. Je to taktiež najväčšia výmenná skupina na svete, spájajúc NYSE s výmenami prevádzanými Euronextom NV v Paríži, Londýne, Bruseli, Amsterdame a Lisabone.

V roku 2010 svetový burzový priemysel pokračoval v konsolidácii, s mnohými perspektívnymi fúziami. Hoci konsolidácia nemusí mať priami dopad na počet IPO, rok 2010 na burzy priniesol nové možnosti a zdroje financovania. Navrhované spolupráce medzi burzami NYSE Euronext / Deutsche Börse, Austrálska / Singapúrska burza a Londýnska / Torontská / Mongolská burza budú mať za účelom posilňovať likviditu a medzinárodnú konkurenciu medzi novovzniknutými kombináciami búrz.

Počet IPO v rámci celého sveta v jednotlivých odvetviach v roku 2010:



Obr. 4 Globálne IPO podľa odvetví 2010 [vlastné spracovanie na základe lit.10]

4.1.2 Burzové indexy

Burzové indexy majú pre firmy, ktoré zvažujú na ktorý trh umiestni svoje akcie najväčšiu výpovednú hodnotu. Burzový index vypovedá o vývoji cien na danej burze a tým pádom aj o vývoji danej burzy. Môže zahŕňať kurzy cien na jednej burze, na burzách jednej krajiny, viacerých krajín alebo sveta.

Medzi najznámejšie indexy sveta patria 3 hlavné americké indexy s najdlhšou tradíciou - Dow Jones Industrial Average, S&P 500 a NASDAQ 100.

Najsledovanejšími indexmi v Európe sú hlavné akciové indexy veľkej trojky – Veľkej Británie (FTSE 100), Nemecka (DAX) a Francúzska (CAC 40)

Ázijské burzové indexy zahŕňajú Japonský index - Nikley Stock Average, ktorý využíva rovnakú metódu kalkulácie ako americký Dow Jones Industrial Average. Hongkongská burza využíva index Hang Seng.

Na Slovensku so zahájením obchodovania na Burze cenných papierov v roku 1993 vznikol Slovenský akciový index - SAX ten bolo zavedený 21.3.1994 a nahradil dovtedy používaný index CAX. O niečo neskôr, v 1996 bol zavedený aj Slovenský dlhopisový index – SDX.

4.1.2.1 Index Dow Jones Industrial Average (DJIA)

Dow Jones Industrial Average je najznámejším akciovým indexom na svete. Bol vytvorený Charles H. Dowom (respektíve Dow Jones Co.). Už 26.5.1896 dvanásť amerických priemyselných akcií vytvorilo index (presnejšie pomer) s počiatočnou hodnotou 40,94 bodu. Priemerné ročné zhodnotenie za celú dobu sa pohybuje okolo 7%.

Hoci sa nazýva „Industrial“ DJIA neobsahuje iba akcie priemyselných podnikov, ale taktiež akcie z oboru financií, technológií, maloobchodu či spotrebného a zábavného priemyslu. DJIA je počítaný ako cenovo vážený index, takže jeho hodnotu ovplyvňuje iba cena akcií.

Jeho výhodou je, že prešiel minimálnymi zmenami, čo zaisťuje zrovnateľnosť v čase. Nevýhodou je jeho úzke zameranie – je tu 30 akcií v porovnaní s 10 000 v USA verejne obchodovateľných. Aj preto dokáže pomerne dobre odrážať vývoj amerického trhu

Od roku 1928 má DJIA tridsať komponentov. Týchto 30 amerických priemyselných, mediálnych, finančných a technologických blue-chips (cenných papierov) v súčasnej dobe reprezentuje asi pätinu tržnej kapitalizácie všetkých amerických spoločností a asi štvrtinu kapitalizácie Newyorskej akciovej burzy (NYSE). 100 bodov prekonal index 12.1.1906, 1000 bodov 14.11.1972 a magická hranica 10 000 bodov padla 29.3.1999.

DJIA mal do roku 2008, z dlhodobejšieho hľadiska, rastúcu tendenciu, dokonca v roku 2007 dosiahol svoj doterajší vrchol na úrovni nad 14 000 bodov. Tento trend však prerušila celosvetová hospodárska kríza, ktorá zapríčinila strmý pokles DJIA na úroveň takmer 6000 bodov. Zvrat prichádza v marci 2009, kedy badáme mierny nárast, ktorý je však sprevádzaný nestabilitou, no stúpajúcou tendenciou. Ako je vidno z obr. 7, podľa Dow Jones Industrial Average sa pomaly dostávame z hospodárskej krízy.[11]

Vývoj Dow Jones Industrial Average Indexu za posledných 5 rokov:



Obr. 5 vývoj indexu DJIA za posledných 5 rokov [12]

4.1.2.2 Index Standard & Poor's 500, RTH

Standard & Poor's 500 Index (S&P Index) zahŕňa 500 firiem, ktoré boli vybrané na základe spektra pôsobnosti na trhu, likvidity a odvetvia. Tento index slúži na indikovanie vývoja cien akcií na trhu v USA. Index S&P 500 je mnohými považovaný za definíciu amerického trhu.

Index S&P 500 je odborníkmi považovaný za štandardné meradlo výkonnosti amerického akciového trhu. Na rozdiel od Dow Jones Industrial Average je moderným indexom a ceny akcií v ňom obsiahnutých sú vážené trhovou kapitalizáciou príslušných firiem, respektíve tzv. „free float value“, čo je hodnota akcií, ktoré sú bežne k dispozícii investorskej verejnosti. Akcie v tomto indexe tvoria skoro 80 % celkovej kapitalizácie amerického akciového trhu.

Index bol na trh uvedený v období 1941-43 a jeho počiatočná hodnota bola 10 bodov. Index neobsahuje 500 najväčších spoločností, ako by mohlo z jeho názvu vyplývať, ale 500 spoločností, ktoré sú vybrané výborom spoločnosti Standard & Poor's (Standard & Poor's U.S. Index Comitee), a to na základe týchto kritérií:

- musí ísť o americkú na burze,
- trhovú kapitalizáciu spoločnosti vyššiu ako 4 mld. USD
- finančná sila,

- adekvátne likvidita a rozumná cena akcií – pomer ročne zobchodovanej hodnoty v dolároch k trhovej kapitalizácii by mal byť minimálne 0,3.
- podiel obchodovaných akcií („free float“ faktor) aspoň 50 %,
- odvetvová reprezentácia – výbor sa snaží reflektovať v indexe aktuálnu odvetvovú štruktúru podnikov s trhovou kapitalizáciou vyššou ako 4 mld. USD,
- musí ísť o prevádzkovú spoločnosť – uzavreté fondy, holdingové spoločnosti, partnerstvá, investičné združenia a trusty.

Vývoj indexu S&P 500 za posledných 5 rokov:



Obr. 6 vývoj indexu S&P 500 za posledných 5 rokov [12]

Podobne ako Index Dow Jones aj S&P 500 zaznamenal začiatkom roku 2008 kvôli hypotekárnej kríze v USA prudký pokles trvajúci až do marca 2009, kedy prichádza k odrazu ekonomiky z dna, no hospodársky rast je podľa indexu S&P 500 ešte pomalší ako ukazoval DJIA. Jeho rast bol, a je so strednodobého hľadiska miernejší no s menšími výkyvmi ako Dow Jonesov index.

4.1.3 Bližší pohľad na IPO aktivitu regiónov

4.1.3.1 Čína

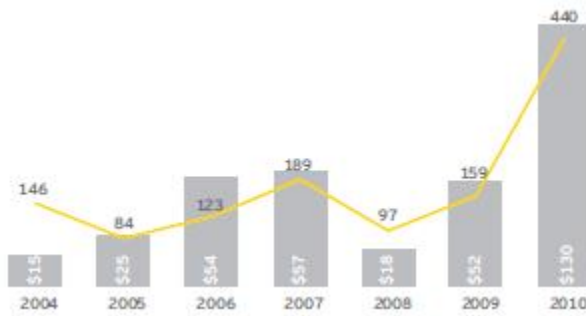
V roku 2006 sa nasadila vysoká latka pre IPO. Čína vtedy čelila rapídne ekonomickému rastu. Navýšila trh o viac ako \$620 miliónov, čím vystriedala USA ako najväčší trh s IPO na svete. Úspech mala aj Hong Kong Stock Exchange (HKSE), kde sa uskutočnili privatizácie dvoch najväčších štátnych bánk Číny- vrátane najväčšieho IPO na svete, a to Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) s navýšeným kapitálom vo výške US \$21,9 miliardy a druhé najväčšie zaradenie sa na burzu banky Bank of China (BOC), ktorá navýšila US \$11 miliard. ICBC bola taktiež prvou čínskou inštitúciou, ktorá uskutočnila už spomínaný dual listing- teda umiestnenie sa na dvoch burzách zároveň, a to na HKSE a na Shanghai Stock Exchange (SSE).

Prvenstvo na svetových trhoch s IPO si Čína udržiava aj v roku 2011. Jej široké spektrum obsahuje malé a stredné korporácie zaoberajúce sa najmä infraštruktúrou, produkciou čistej energie a farmaceutickým sektorom, tak ako aj veľké štátom vlastnené podniky. Na Hongkongskej burze sa predpokladá tohtoročné zvýšenie fondov až na úrovni US\$50 miliárd. Čína je zaujímavé pre investorov ktorí si uvedomujú jej vysoký potenciál ekonomiky a likvidnosť trhu na ktorom môžu investovať do akcií.

Čínsky trh s IPO dosiahol v roku 2010 rekordné úrovne rastu fondov, v niektorých oblastiach až na úrovni 46%. Čínske burzy v tomto roku rástli o US\$ 129,8 miliardy, čo bol nárast oproti roku 2009 o 152%. Uskutočnila sa vôbec najväčšia IPO, za US\$ 22,1 miliardy, keď Čínska vláda a uviedla na trh poslednú štátnu banku Agricultural Bank of China, poslednú veľkú banku vo vlastníctve štátu.

Vysokým hodnotám IPO prispievajú jednak mnohé rýchlo sa rozvíjajúce domáce spoločnosti, ktoré okamžite reagujú na pokrízový zvyšujúci sa dopyt po ich výrobkoch, ale aj zahraničné spoločnosti, ktoré sa touto formou chcú dostať na čínsky trh a to jednak prostredníctvom ponuky svojich primárne emitovaných akcií ale aj kúpou akcií z IPO.

Počet primárnych emisií akcií a objem preinvestovaného kapitálu v Číne:



Obr. 7 IPO aktivity počas rokov 2004-2010 v Číne [vlastné spracovanie na základe lit.10]

4.1.3.2 India

Rapidný ekonomický rast Indie, obrovská ziskovosť indických firiem a šesť ročné úspechy burzy v Bombay (BSE) posilňujú už silnú pozíciu indických IPO trhov. V roku 2006, trh v Indii vydal 73 IPOs a navýšil US \$7,23 miliardy. India sa umiestnila na ôsmom mieste v rebríčku top IPO z pohľadu na počet IPO a navýšenú hodnotu za rok 2006, na porovnanie v roku 2009 klesol počet IPO len na 20 a v roku 2010 vzrástol takmer na predkrízovú úroveň so 63 vydanými IPO.

Rastúce množstvo veľkých indických firiem vstupuje na verejný akciový na lokálnych indických burzách. Miliardové ponuky na domácich burzách zahŕňali Reliance Petroleum či Cairn India IPOs. Tento trend lokalizácie môžeme chápať ako funkciu rastu lokálneho kapitálu, ktorý je určený na investovanie, a nárastu počtu umiestnení aktív do Indie ich správcami.

Do konca roka 2011 je predpoklad, že indický trh s IPO bude veľmi silný, poháňa ho vysoké tempo rastu na úrovni 8% HDP. Viac ako 100 domácich firiem má záujem vstúpiť na trh prostredníctvom IPO. Oživenie IPO, ktoré sa uskutočnilo v Indii v roku 2010 bolo spôsobené najmä domácou spotrebou a prílivom kapitálu zo západných ekonomík. V zrovnaní s rokom 2009 bola India svedkom obrovského nárastu IPO na úrovni až 215%. Rok 2010 bol rokom emisií akcií štátnych podnikov v materiálovo-technologickej oblasti ako oceliarstvo, ropa, plyn... Peniaze z predaných akcií indická vláda investuje do výstavby ciest, prístavov a elektrární. Najviac primárne emitovaných akcií, v hodnote US\$3.4 miliardy, priniesla na trh najväčšia výrobňa uhlia na svete Coal India, pôvodne vo vlastníctve štátu.

Pohonom pre IPO aktivity v Indii je investičný plán modernizácie infraštruktúry v hodnote US\$1 milióna. Tento program vedie k novým zápisom podnikov na burzu v oblastiach energetiky, výskumu a stavebníctva.

Počet primárnych emisií akcií a objem preinvestovaného kapitálu v Indii:



Obr. 8 IPO aktivity počas rokov 2004-2010 v Indii [vlastné spracovanie na základe lit.10]

4.1.3.3 Japonsko

V roku 2010 japonský trh s IPO posilňoval, čo prinieslo výnosy na úrovni 14,6 miliardy USD pri 22 primárnych emisiách akcií. V porovnaní s rokom 2009 jeho hodnota vzrástla o 2406% (z 583 milióna USD). Napriek tomu, hodnota trhov je ešte stále o 21% nižšia ako bola pred hospodárskou krízou v roku 2006, kedy japonské IPO dosiahlo doterajšie maximum. Japonsko uskutočnilo štvrtý najväčší IPO na svete, táto primárna emisia predstavovala 5% z celosvetového IPO vôbec. 76% objem IPO na trhu v roku 2010 zabezpečila japonská životná poisťovňa Dai-ichi s akciami v hodnote 11,1miliardy USD.

Počet primárnych emisií akcií a objem preinvestovaného kapitálu v Japonsku:



Obr. 9 IPO aktivity počas rokov 2004-2010 v Japonsku [vlastné spracovanie na základe lit.10]

4.1.3.4 USA

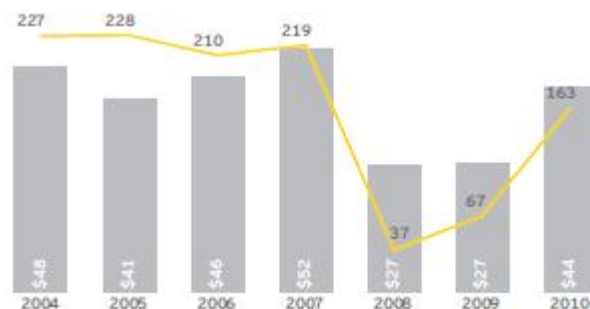
Na IPO trhu v Spojených Štátoch sa do roku 2008 prejavovala nekonečná ochota investorov riskovať, čo pomohlo IPO trhom v USA vyšvihnúť sa do rekordných výšok. V roku 2008 zaznamenáva trh pokles, zapríčinený najmä hypotekárnou respektíve hospodárskou krízou. Napriek silnej globalizácii kapitálu, pre nadnárodné spoločnosti je umiestnenie sa na verejnom akciovom trhu v USA ešte stále „zlatý štandard“. To znamená, že je to ešte stále považované za prístup k tomu najväčšiemu množstvu kapitálu, k najväčšej miere jeho zhodnotenia a k strategickým výhodám.

Rok 2010 môžeme pre USA považovať za pokrízový, pretože nárast fondov sa dostal takmer na úroveň z roku 2007 (US\$43,5 miliardy v 163 dohodách). Približne 40% z celoročného objemu akcií pochádza z druhého najväčšieho IPO v histórii USA-18,1miliardy a to z automobilového priemyslu, zo spoločnosti General Motors (GM), umiestnených na burzách v NYSE a v Toronte.

Štvrtý kvartál v roku 2010 dosiahol najvyšší rast od roku 1999 (US\$27,4 miliardy v 57 dohodách), toto predstavovalo 63% z celkového preinvestovaného kapitálu v rámci IPO za rok 2010.

V roku 2011 sú hnacím motorom amerického IPO trhu najmä rýchlo sa rozvíjajúce spoločnosti v oblastiach technológií, realít a zdravotníctva (farmaceutické a lekárenské zariadenia)

Počet primárnych emisií akcií a objem preinvestovaného kapitálu v USA:



Obr. 10 IPO aktivity počas rokov 2004-2010 v USA [vlastné spracovanie na základe lit.10]

4.1.3.5 Európa

Európa je veľmi stabilnou oblasťou, a to sa týka aj ekonomického rastu. Atraktívne ceny akcií (lacnejšie oproti USA). Pred krízou európske burzy prilákali väčšinu zahraničných zaradení sa, a to najmä ruských firiem v Londýne. Ďalším zdrojom kapitálu boli v Európe veľké súkromné firmy, ktoré sa rozhodli investovať v podobe IPO. Európa mala najväčšiu hodnotu v dolároch za rok 2006, a to US \$106,0 miliárd prostredníctvom 609 dohôd.

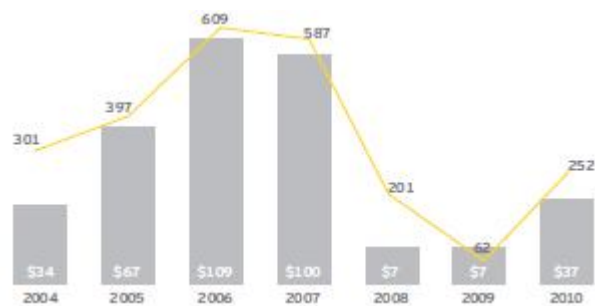
Rusko si udržiava vedúcu pozíciu a koriguje úvodné ponuky akcií na európskych burzách, tak ako to robí Čína na Ďalekom Východe. Analytici hovoria, že treba vyjsť za

hranice hotových ekonomík do rozvíjajúcich sa trhov, ak hľadáme zdroj ekonomického rastu. Medzi najväčšie európske motory patrí Rusko, Stredná a Východná Európa, a to preto, lebo krajiny v týchto oblastiach sú v skoršom štádiu ekonomického vývoja.

V roku 2011 očakávame na európskom IPO trhu posilňovanie plynúce najmä z medzinárodných IPO dohôd v oblastiach energetiky, metalurgie, bankovníctva a privatizácie štátnych podnikov v Českej, Poľskej a Ruskej Republike, ktoré hľadajú spôsob na financovanie svojich fiškálnych deficitov. V roku 2010 sa začína oživovať európsky IPO trh a dosahuje najväčšie obraty od roku 2007 (US\$36,7miliardy v 252 dohodách). Vedúce postavenie medzi burzami v Európe si udržala Londýnska burza s rastom fondov 8,9 miliardy amerických dolárov a Varšavská burza dosiahla najviac dohôd-95, vrátane privatizácie najväčšej poľskej poisťovne v hodnote 2,7 miliardy amerických dolárov. Najväčšie IPO na európskom trhu v roku 2010 bolo uskutočnila energetická spoločnosť zaoberajúca sa obnoviteľnými zdrojmi Enel Green Power SpA v Miláne.

Najviac kapitálu vyprodukoval energetický sektor (23%), nasledovaný materiálovým (ktorý zahŕňa materiály, bane, a chemický priemysel). Oba sektory boli poháňané novovznikajúcimi trhmi komodít a zvyšujúcim sa dopytom po energiách.

Počet primárnych emisií akcií a objem preinvestovaného kapitálu v Európe:



Obr. 11 IPO aktivity počas rokov 2004-2010 v Európe [vlastné spracovanie na základe lit.10]

4.1.3.6 Stredný východ a Afrika

Na Strednom Východe bolo najdôležitejšou udalosťou rast cien ropy do roku 2008. To malo vplyv aj na IPO trhy, ktoré prekvitali. V roku 2006 však boli veľmi volatilné. Mnoho regionálnych búrz bolo vtedy na poklese, okrem búrz v Ománe, Bahrajne, Kuwaite a Egypte. Burza v Saudskej Arábii stratila viac ako polovicu svojej dovtedajšej hodnoty.

Investori i firmy si museli uvedomiť, že faktormi ovplyvňujúcimi volatilitu na Strednom Východe boli nadmerná likvidita, iracionálne obchodné špekulácie a nedostatočná hĺbka trhu. Aj napriek negatívnym ukazovateľom IPO aktivita v tomto regióne rástla až do konca 1. kvartálu bude 2008, čo bolo príčinou privatizácií a projektov na zlepšenie infraštruktúry.

V roku 2010 mal IPO trh na blízkom východe pomerne plochý trend s 35 IPO celkove v hodnote US\$3,3 miliardy, čo predstavovalo 59% nárast kapitálu oproti roku 2009. Najviac spoločností, ktoré sa rozhodli pre IPO pochádzalo zo Saudskej Arábie.

V 2010 prišlo v Afrike k 406% progresu čo zapríčinilo 13 IPO v celkovej hodnote US\$1,6 miliardy. Africké IPO bolo poháňané dohodami v Južnej Afrike najmä v oblastiach medicíny a dobýjaní vzácnych kovov.

Počet primárnych emisií akcií a objem preinvestovaného kapitálu na Blízkom Východe a v Afrike:



Obr.12 IPO aktivity počas rokov 2004-2010 na Strednom Východe a v Afrike
[vlastné spracovanie na základe lit.10]

Záver

V tejto bakalárskej práci sme sa zaoberali primárnou ponukou akcií a príčinami vstupu firiem na verejný akciový trh – na burzu a snažili sme sa prísť na udalosti, ktoré toto rozhodnutie ovplyvňujú. Počas štúdia príčin vstupu investorov na IPO trh sme zistili, že jednotlivé podniky emitujú svoje akcie z rôznych dôvodov. Najčastejším dôvodom verejnej emisie akcií podniku je prístup k novému kapitálu, rozširovanie výroby, portfólia či expanzia na nové trhy. Rozhodnutie podnikov o vstupe na burzu je ovplyvňované najmä situáciou na burze, ktorá sa dá odpozorovať prostredníctvom vývoja burzových indexov a v neposlednom rade i aktuálnou situáciou v sektore v ktorom firma pôsobí.

Objasnili sme, že existuje mnoho rizík, ktoré musí podnik pred úvodnou emisiou akcií zvážiť. Sú to jednak riziká spojené s podhodnotením akcií investormi, je to nutnosť zverejňovať finančné i nefinančné informácie a v neposlednom rade primárna ponuka akcií je zavalená množstvom rôznych poplatkov. Na druhej strane však existuje mnoho výhod, ktoré tieto nevýhody v značnej miere kompenzujú. Najväčšou je to, že firma získa kapitál, ktorí je alternatívou voči získaniu financií od bánk.

Zamerali sme sa na postup realizácie IPO a to jednak na prípravnú fázu, v ktorej sa emitent pripravuje na splnenie všetkých dôležitých podmienok pre prvotnú verejnú ponuku akcií, čiže transformácia podniku do verejne obchodovateľnej spoločnosti. Po tejto fáze nasleduje fáza realizačná, kde by sa mal vytvoriť tím, na čele s manažérom emisie ktorý bude na úvodnej emisii akcií pracovať. Treba osloviť investičnú banku, ktorá bude pôsobiť ako záruka pre firmu a ktorá bude poskytovať poradenskú činnosť najmä v oblastiach načasovania a v spôsobe ohodnotenia úvodnej ponuky akcií. Posledná fáza je postrealizačná, v ktorej sa manažér emisie snaží o stabilizovanie kurzu akcií podniku. Na druhej strane, firmy, ktoré už verejne obchodovateľné sú, môžu zrealizovať tzv. delisting, vďaka ktorému sa z burzy vyradia. K delistingu dochádza vtedy, ak pre spoločnosť prestane byť výhodné, že sa s jej akciami obchoduje. Potom hovoríme o dobrovoľnom delistingu. Nedobrovoľný delisting nastáva vtedy, ak už ďalšia účasť firmy na burze tejto burze neprináša zisk alebo ak už firma nie je schopná plniť podmienky burzy. Uvedenie zákona Sabanes-Oxley zvýšilo počet firiem, ktoré sa deregistrovali.

V ďalšej kapitole sme sa zamerali na charakteristiku najvýznamnejších IPO trendov, ktoré sa dostali do popredia v poslednom desaťročí. Tu sme svedkami silnejúcej globalizácie kapitálu, čo odzrkadľujú jednotlivé grafy s množstvom a objemom IPO v priebehu rokov 2004 až 2010 v jednotlivých regiónoch sveta. Kým do roku 2003 sa Väčšina IPO uskutočňovala v New Yorku a v Londýne, globalizácia kapitálu, a dôvera investorov v domáce burzy zapríčinili prudký rozmach nových trhov ako Čína, Rusko, India, Brazília, Stredný Východ... Táto časť je tiež zameraná na porovnanie množstva dohôd a objemu preinvestovaného kapitálu na jednotlivých burzách pred a “snád” po kríze, čiže v rokoch 2007 a 2010. Všetky nami sledované trhy vykazujú v rokoch 2008, 2009 prudký prepád na trhu s primárnymi emisiami akcií, no v roku 2010 je badateľná tendencia približovania sa trhov na predkrízovú úroveň približne z roku 2005, okrem Číny, ktorej sa podarilo v roku 2010 dosiahnuť svoje maximum a to ako v množstve dohôd, tak aj v objeme preinvestovaného kapitálu pri primárnej emisii akcií.

Na demonštráciu zlepšujúcej sa tendencie na trhoch s IPO sme si zvolili burzové indexy Dow Jones Industrial Average a S&P 500, ktoré oba od marca 2009 vykazujú vzrastajúcu tendenciu, čo má obrovský vplyv na spoločnosti, s ktorých akciami sa obchoduje. Pri klesajúcom indexe zaznamenávame pokles cien na burze, čo nie je pre firmu výhodné, a naopak, keď indexy rastú, rastú s nimi aj ceny. Je ďalej preukázané prepojenie na perspektivitu sektoru, a to tak, že je opísaný aj podiel jednotlivých sektorov na tomto trhu. Popularita sektora sa dá odhadnúť aj na základe jeho percentuálneho podielu v celkovom počte IPO. Najviac IPO v rokoch 2004-2010 vydávali na svete firmy v oblasti high technology, finančníctva, spracovania materiálov a zdravotnej starostlivosti.

Globálne IPO trhy, z hľadiska počtu dohôd na jednotlivých burzách a objemu preinvestovaného kapitálu, sme pozorovali v období medzi rokmi 2004 – 2010. Do roku 2008 sme boli svedkami vzrastajúcej tendencie v počte realizovaných IPO, no tu koncom 1.kvartálu dochádza k prepadu akciového trhu a tak emitenti ustupujú od emitovania akcií svojich podnikov. Tento trend pretrváva, dá sa povedať až do konca roku 2009, v roku 2010 zaznamenávame prudký nárast jednak v množstve ale najmä v objeme IPO, niektoré burzy dokonca v roku 2010 uskutočnili emisie akcií v najväčšom objeme v histórii svojej existencie.

Použité zdroje

MONOGRAFIE

- [1] MELUZÍN,T. - ZINECKER,M. 2009. *Prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. 1.vydanie: Brno: Vydavatelství Computer Press, a.s.,2009. 188s. ISBN 978-80-251-2620-2.
- [2] ENGEL, E. – HAYES, R.M. – WANG, Xue: The Sarbanes-Oxley Act and Firms' Going Private Decisions. *Working paper*, Univ. of Chicago, May 2004
- [3] ERNST & YOUNG: Globalization: Global IPO Trends Report 2007. 2007
- [4] JENKINSON, T.- LJUNGQVIST, A. *Going Public: The theory and evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2001. 254s. ISBN 0-19-829599-5.
- [5] ARLINGHAUS, O. – BALZ, U. *Going Public. Der erfolgreiche Börsengang*. 1. Auflage. München – Wien: Oldenbourg Wissenschaftsverlag, 2001. 239 s ISBN 3-486-25695-5.
- [6] PALERI, S. et al. *Academic EurIPO Fact Book 2008*. Bergamo: Universoft, 2008. 179s. ISBN 978-1-4392-1510-4.
- [7] HUIGHEBAERT,N. – VAN HULE, C. Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate finance*, 2006, vol.12, no. 2, s.296-320.ISSN 0929-1199.
- [8] ALTINKILIC,O. – HANSEN, R. S. Discounting and Underpricing in Seasoned Equity Offers. *Journal of Financial Economic*, 2003, vol. 69, no.2,s. 285-323.

ELEKTRONICKÉ ZDROJE

- [9] Burza cenných papírů Praha. *Vše co jste potřebovali vědět o IPO* [online]. 2005, [cit. 2007-08-15]. Dostupné na internete:
<http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/IPO/IPO_brozura.pdf> .

- [10] ERNST & YOUNG. Globalization: *Global IPO Trends Report 2011*. [online]. 2011, Dostupné na internete: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/\\$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf)>.
- [11] MIRAS LEBL PERSONAL WEB: Index Dow Jones Industrial Average. [online]. 2011. Dostupné na internete: <<http://www.miras.cz/akcie/indexy-dow-jones.php>>.
- [12] YAHOO FINANCE: Investing Basic chart S&P 500 Index (SNP). [online] 2011, Dostupné na internete: <<http://finance.yahoo.com/q/bc?s=GSPC&t=5y&l=on&z=m&q=l&c=>>.
- [13] WELCH, I. *A First Course in Finance* [online]. 2006, [cit. 2006-08-22]. Dostupné na internete: <http://welch.econ.brown.edu/book/>.
- [14] RITTER, J. R. Initial Public Offering. *Contemporary Finance Digest*, 1998, vol. 2, no. 1, s. 5-30.
- [15] GIUDICI, G. – VEDOVE, F. D. – RANDONE, P.A. The evolution of Initial Public Offering in Italy. *BIItNotes*, 2005, no.14,34s.
- [16] PRICEWATERHOUSECOOPERS. IPO Watch Europe Survey Q4 2007 (October-December)- Full Analysis. [online] [Dátum citácie 15.03.2008] Dostupné z <[http://kc3.pwc.es/local/es/kc3/PrensaR.nsf/V1001/0A7FC6F1ED61B149C12573CC002F8A52/\\$FILE/Salidas%20a%20bolsa%20cuarto%20trimestre%202007.pdf](http://kc3.pwc.es/local/es/kc3/PrensaR.nsf/V1001/0A7FC6F1ED61B149C12573CC002F8A52/$FILE/Salidas%20a%20bolsa%20cuarto%20trimestre%202007.pdf)>
- [17] KASERER, CH. – SCHIERECK, D. Going Public and Being Public – *A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital* [online]. 2007, [cit. 2009-02-14]. Dostupné na internete: <http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/listing/20_Going_Public>.
- [18] STROUHAL, J. Hospodárske noviny. *Firmy majú strach vstúpiť na burzu* [online]. 2011, Dostupné na internete: <<http://finweb.hnonline.sk/c1-51492330-firmy-maju-strach-vstupit-na-burzu>>.

Prílohy

PRÍLOHA A:

Výhody a nevýhody primárnej ponuky akcií:

Primárna ponuka akcií (Initial Public Offering)	
Výhody	Nevýhody
<ul style="list-style-type: none"> ▪ získanie potrebných finančných prostriedkov pre rozvoj spoločnosti bez obmedzení, ktoré sú spojené s dlhovým financovaním 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Priame a nepriame náklady spojené s realizáciou IPO
<ul style="list-style-type: none"> ▪ optimalizácia kapitálovej štruktúry spoločnosti 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ priame a nepriame náklady spojené s verejnou obchodovateľnosťou akcií
<ul style="list-style-type: none"> ▪ zvýšenie dôveryhodnosti a vyjednávacej sily spoločnosti s bankovými a inými inštitúciami 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ rozšírenie vlastníckej štruktúry na ďalších akcionárov (investorov)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ možnosť externého rastu pomocou akvizícií 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ strata rozhodovacej autonómie
<ul style="list-style-type: none"> ▪ zvýšenie likvidity akcií a príležitosť ich predaja terajšími akcionármi 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ riziko úniku strategických informácií
<ul style="list-style-type: none"> ▪ príležitosť pre vyriešenie problému generačnej obmeny v spoločnosti 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ strata výhod vyplývajúcich z vlastníctva akcií obmedzeným počtom investorov

Tab. 1 prehľad hlavných výhod a nevýhod spojených s IPO [vlastné spracovanie]

PRÍLOHA B:

Hlavné požiadavky pre prijatie akcií k obchodovaniu na vybraných EU trhoch:

Burza	Burzový trh	Minimálna veľkosť IPO	Minimálne množstvo akcií rozptýlených medzi verejnosť	Minimálna doba činnosti emitenta
London Stock Exchange	Official list	700 000 GBP	25%	3 roky
	AIM	nestanovená	nestanovené	nestanovené
Euronext	Eurolist	nestanovená	25% alebo 5% v prípade, že tržný kapitál IPO presahuje 5 mil. EUR	3 roky
	Alternext	2 500 000EUR	2 500 000EUR	2 roky
Deutsche Börse	Amtlicher Freiverkehr	1 250 000 EUR	25%	3 roky
		nestanovená	nestanovené	1 roky
Borsa Italiana	MTA	40 000 000 EUR	25%	3 roky
	Expandi	1 000 000EUR	10%	2 roky
Warsaw stock Exchange	Main Market	10 000 000 EUR	25% alebo 500 000 akcií v hodnote 17 mil. EUR	3 roky
Burza cenných papírů Praha	Hlavný trh	1 000 000 EUR	25%	3 roky

Tab. 2 Požiadavky pre prijatie akcií k obchodovaniu na vybraných európskych trhoch [20]

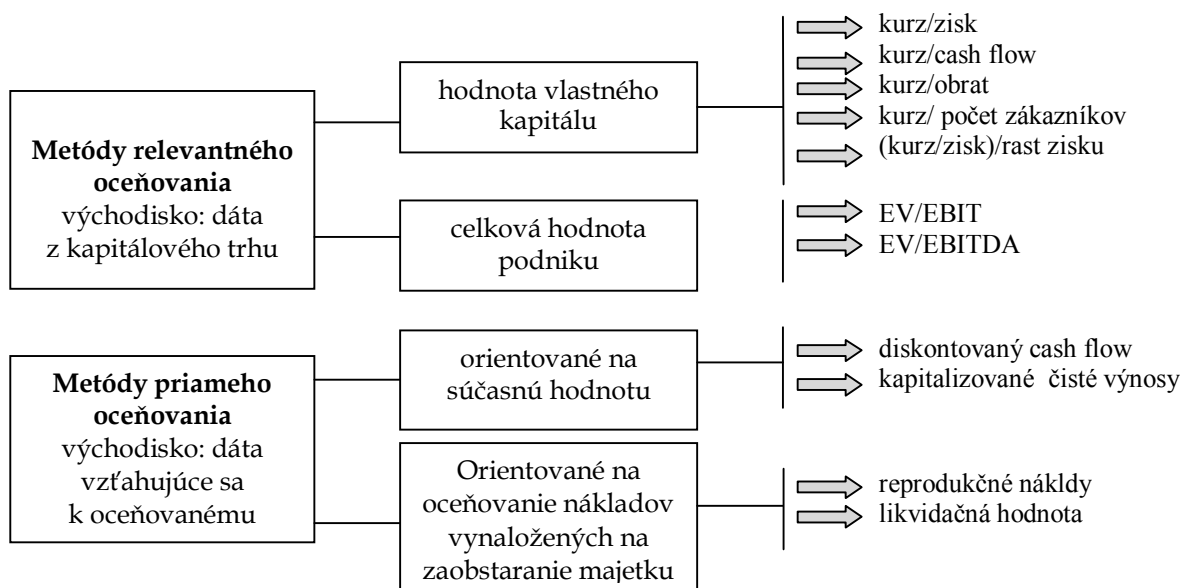
PRÍLOHA C:

Proces	Obdobie realizácie (týždne)																																
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30			
Konzultácie s poradcami	1	2	3	4																													
Rozhodnutie manažmentu				4																													
Výber poradcu					5																												
Due diligence						6	7	8	9	10	11	12	13																				
Interné ocenenie emitenta													13	14	15	16	17																
Valná hromada													13																				
Príprava prospektu													13	14	15	16	17																
Schvalovanie prospektu NB																		18	19	20	21	22	23										
Jednanie s BCP																			19	20	21	22											
Príprava stratégie road show													13	14	15	16	17																
Predbežný marketing + PR aktivity																			18	19	20	21	22										
Road show																								23	24								
Bookbuilding																										25							
Rozhodnutie o emisnom kurze																											26						
Splatenie emisného kurzu																												27					
Cenová stabilita																													28	29	30		

Obr. 3 Časový harmonogram realizačnej fázy IPO [9]

PRÍLOHA D:

Metódy oceňovania podniku pred primárnou emisiou akcií:



EV = hodnota podniku EBIT(DA) = zisk pred nákladovými úrokmi, zdanením (a odpismi)

Obr. 4 Klasifikácia metód oceňovania podniku [5]

PRÍLOHA E:

Top 10 búrz z pohľadu kapitálového obratu za rok 2010:

Burza	Obrat kapitálu	Percentuálny podiel z celku
Hongkong	\$57,383	20,2%
Shenzhen	\$44,295	15,6%
New York	\$34,717	12,2%
Šanghaj	\$27,879	9,8%
Tokio	\$14,268	5,0%
Londýn	\$8,861	3,1%
NASDAQ	\$8,726	3,1%
Bombaj	\$8,304	2,9%
Austrálska	\$7,905	2,8%
Kórea	\$7,750	2,7%
Všetky ostatné burzy	\$64,506	22,7%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe lit.: Dealogic, Thomson Financial, Ernst&Young

PRÍLOHA F:

Top 10 búr z pohľadu realizovaných IPO za rok 2010:

Burza	Počet obchodov	Percentuálny podiel z celku
Shenzhen	321	23,0%
Austrálska	92	6,6%
Hongkong	87	6,2%
New York	82	5,9%
NASDAQ	76	5,5%
Varšavská - NewConnect	71	5,1%
Bombaj	62	4,4%
KOSDAQ	56	4,0%
Toronto - Venture	42	3,0%
Londýnska AIM	40	2,9%
Všetky ostatné burzy	464	33,4%

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe lit.: Dealogic, Thomson Financial, Ernst&Young

PRÍLOHA G:

Kľúčové Európske IPO štatistiky za roky 2008, 2009, 2010:

Burza	2008	2009	2010
Počet dohôd	201	61(69 % pokles)	252 (306 % nárast)
Nárast kapitálu (US\$)	\$16,8 mild	\$7,4 mild (56% pokles)	\$36 mild (% nárast)
Priemerná veľkosť dohody (US\$)	\$83,4 mil	\$119,4 mil	\$147 mil
Top 5 sektorov (počet dohôd)	High technology (28) Materiály (27) Priemysel (25) Zákaznícke produkty (23) Energetika (18)	Priemysel (16) Materiály (7) Financie (7) Reality (6) Zdravotnícke potreby (5)	Materiály (31) High technology (29) Zákaznícke produkty (28) Priemysel (28) Spotrebný tovar (26)
Top 5 sektorov (nárast kapitálu)	Energetika (\$5,3mild) Materiály (\$4,7mild) Telekomunikácie (\$2,5mild) Priemysel (\$0,9mild) Financie (\$0,9mild)	Energetika (\$2,3mild) Financie (\$2,2mild) Priemysel (\$1,6mild) Reality (\$0,6mild) Materiály (\$0,2mild)	Energetika (\$8,3mild) Materiály (\$6,4mild) Financie (\$5,9mild) High technology (\$3,8mild) Reality (\$3,5mild)
Burzy:			
London Main market	8 dohôd, \$5,5mild	2 dohody, \$0,7mild	18 dohôd, \$8,9mild
London AIM	27 dohôd, \$1,0mild	7 dohôd, \$0,6mild	40 dohôd, \$1,5mild
Euronext	11 dohôd, \$2,5mild	3 dohody, \$3,1mild	5 dohôd, \$2,7mild
Alternext	6 dohôd, \$57mil	1 dohoda, \$7mil	5 dohôd, 66mil
Deutsche Borse	3 dohody, \$0,6mild	3 dohody, \$78mil	14 dohôd, \$3,1mild
Warsaw Stock Exchange	24 dohôd, \$1,6mild	13 dohôd, \$2,4mild	24 dohôd, \$5,0mild
Warsaw - NewConnect	50 dohôd, \$6,77mild	17 dohôd, \$17,7mild	71 dohôd, \$63,8mild

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe lit. Globalization: Global IPO Trends Report 2011, Ernst&Young;

Vše čo jste potrebovali vědět o IPO, Burza cenných papírů Praha.